

인수합병 대가 지불수단 선택의 결정요인과 공시효과*

박대순** · 김정현*** · 나현승****

〈요 약〉

본 논문은 기업의 인수합병 대가 지불수단의 결정요인과 지불수단 선택이 인수기업 주가에 미치는 영향을 기업 지배권과 정보비대칭을 중심으로 분석했다. 2006년부터 2021년까지 1,262건의 국내 인수합병을 분석하여 인수기업의 최대주주 지분이 높거나 관계사 간, 특히 대규모 기업집단 계열사 간 인수합병이거나 피인수기업이 상장기업이어서 지배주주의 지배권 희석 우려가 낮을수록 현금지급보다 주식교환을 선택함을 보였다. 또한 인수기업 대비 인수합병 거래 규모가 클수록 주식교환이 증가하여 피인수기업 가치 관련 정보비대칭이 지불수단 선택의 요인일 수 있음을 보였다. 한편 공시효과 분석에 의하면 주식교환을 선택한 기업의 주가가 현금지급을 선택한 기업보다 더 크게 상승했다. 주식교환 선택 시의 긍정적 주가 반응은 피인수기업의 상장기업 여부와 상관없이 나타나고 상장기업 인수 시 더욱 높아 해외 인수합병 실증 결과와 상이했다. 또한 주식교환 공시효과가 현금지급 시보다 높은 현상은 인수기업의 상장시장과 대규모 기업집단 소속 여부 또는 인수기업과 피인수기업의 동일 대규모 기업집단 소속 여부와 상관없이 일관됐으며, 주식교환 후 신규 외부 대주주 출현 시 더 뚜렷했다. 이상의 결과는 인수기업 지배주주의 지배권 보호가 지불수단 선택의 주요 결정요인이고, 주식시장은 주식교환에 의한 인수합병에 긍정적이며, 특히 외부 대주주 출현으로 지배주주 견제 및 감시가 기대되거나 피인수기업의 가치 불확실성이 감소할 때 호의적으로 반응함을 보여준다.

주제어 : 인수합병, 지불수단, 주식교환, 기업 지배권, 정보비대칭

논문접수일 : 2022년 10월 08일 논문수정일 : 2023년 02월 25일 논문게재확정일 : 2023년 03월 08일

* 본 논문은 제1 저자의 석사학위 논문을 기초로 수정하고 보완해 작성한 것을 밝힙니다. 본 논문에 관한 유익한 논평과 제안을 해 주신 2019년 한국재무학회 추계학술대회 참석자와 토론자인 최수정 교수, 익명의 심사위원들께 감사드립니다. 모든 오류는 저자들의 책임입니다.

** 제1저자, 기아(주) 책임매니저, E-mail: ts_paul@naver.com

*** 공동저자, 고려대학교 경영대학 박사과정, E-mail: kyunghyunkim@korea.ac.kr

**** 교신저자, 고려대학교 경영대학 교수, E-mail: nahs@korea.ac.kr

I. 서 론

최근 국내 인수합병 시장이 비약적으로 성장하며, 인수합병이 국내 기업의 조직과 가치를 변화시키고 주주의 부에 영향을 미치는 중요한 기업활동이자 의사결정이 되었다. 이처럼 국내에서도 경제적 중요성을 더해가고 있는 기업의 인수합병에 관련된 여러 연구 주제들 중에서 해외 연구자들은 일찍부터 인수합병 대가의 지불수단 선택에 주목해 왔다. 즉 피인수합병 되는 기업의 주주들에게 지급하는 보유주식 매도의 대가를 인수기업의 주식을 발행하여 피인수기업의 주식과 교환함으로써 지불할 것인가, 아니면 현금을 지급하여 지불할 것인가의 선택에 대해 해외 인수합병을 대상으로 오랜 기간 수많은 연구가 진행되어 왔다 (Hansen, 1987; Stulz, 1988; Harris and Raviv, 1988; Chang, 1998; Shleifer and Vishny, 2003; Faccio and Masulis, 2005; Officer et al., 2009). 이들 해외연구에 의하면 인수합병의 대가 지불수단 선택은 인수기업의 가치와 소유구조, 자본구조, 이후의 재무적 의사결정에 유의한 영향을 미칠 뿐 아니라 인수기업과 피인수기업 및 양사 주주들의 지배권과 위험, 법인세, 현금흐름 등에도 상당한 변동을 초래하는 중요한 의사결정이다(Faccio and Masulis, 2005). 반면 국내 기업 간 인수합병의 대가 지불 수단에 관련한 연구는 일부 존재하지만(강효석, 김성표, 2009a; 정성호, 2011), 표본의 구성 및 규모, 표본 기간, 분석의 다양성 등에서의 한계로 인해 미진한 점이 존재하는 것이 현실이다. 이에 본 연구를 통해 국내 기업들의 인수합병 시 대가 지불방식 선택에 영향을 미치는 주요한 결정요인과 지불수단 선택이 인수기업의 주가에 미치는 영향을 파악하고, 해외 인수합병의 기존 실증결과들과 비교 분석하여 국내 인수합병 연구의 공백을 줄이는 한편 국내 기업 간 인수합병에 대한 이해의 폭을 넓히고자 한다.

인수합병의 지불수단 선택에 관련된 이론 연구들 중 상당수는 인수기업과 피인수기업의 가치에 관련한 정보비대칭성에 주목한다. 우선 Myers and Majluf(1984)는 경영자와 투자자 간 기업가치에 대한 정보비대칭으로 인해 기업의 유상증자가 시장에서 주가의 과대평가 신호로 인식된다고 주장했다. 이들의 이론적 예측을 인수합병에 적용하면 인수합병의 대가로 주식발행을 선택하는 것 또한 인수기업이 실제가치에 비해 과대평가되었다는 신호로 작용하여 인수기업 주가에 부정적인 영향을 미치게 된다. 이러한 기존의 이론적 논의를 확장시킨 Shleifer and Vishny(2003)는 인수기업이 시장의 정보비대칭에 의해 과대평가된 자사 주식을 활용하여 상대적으로 과소평가된 타기업을 인수합병 할 유인이 있음을 주장했다. 한편 Hansen(1987)은 인수기업의 가치만이 아니라 피인수기업의 가치에 대한 정보비대칭도 지불수단 선택에 영향을 미친다고 주장했다. 즉 피인수기업의 정보비대칭이 높아서 기업

가치의 불확실성이 클 경우 인수기업 주주들은 현금지급보다는 주식교환을 선택하여 피인수기업 가치의 불확실성에 따른 위험을 피인수기업 주주들과 분담할 유인을 갖는다는 것이다.

기업가치에 대한 정보비대칭에 초점을 맞춘 위의 연구들과 달리, Harris and Raviv(1988)와 Stulz(1988)는 기업 지배권(corporate control)을 인수합병 지불수단 선택의 주요 결정요인으로 보아 이론을 전개했다. 이들의 연구 결과에 의하면 인수기업의 소유경영자들은 인수합병이 필연적으로 수반하게 되는 기업 지배권의 변화에 특별한 관심을 기울이며, 피인수기업 주주들에게 대량의 주식이 발행되어 자신들의 지배권이 희석될 수 있는 주식교환보다 지배권 약화의 우려가 없는 현금지급을 선호할 것이다.

이상의 이론적 예측들을 실증적으로 검증한 해외연구들은 인수합병 시 지불수단 선택의 공시효과가 피인수기업의 상장 여부에 따라 매우 상이하게 나타남을 발견했다. 우선 상장기업을 인수합병하기 위해 주식교환을 선택한 인수기업의 공시효과는 유의한 음(-)의 값을 가지며 현금지급을 선택한 경우에 비해 더 낮았다(Travlos, 1987; Smith and Kim, 1994; Heron and Lie, 2004). 즉 상장기업이 다른 상장기업을 인수합병 함을 공시할 때, 주식교환을 선택하면 인수기업의 주가가 유의하게 하락하지만 현금지급을 선택할 경우에는 주가가 하락하지 않는 것이다. 이와 같은 실증결과는 인수합병 대가로 주식을 교환하는 것이 인수기업 주가의 과대평가 신호로 작동한다는 정보비대칭 기반 이론들의 예측과 일치한다(Myers and Majluf, 1984; Shleifer and Vishny, 2003).

반면 상장기업이 비상장기업을 인수합병 하는 경우는 위의 상장기업 인수합병과 상반된 공시효과가 나타났다. 즉 주식교환을 택한 인수기업의 공시효과가 유의한 양(+)의 값을 가지며 현금지급 시의 공시효과보다 더 높았다(Chang, 1998; Møller et al., 2004; Officer et al., 2007). 이에 대한 설명으로 Chang(1998)은 비상장기업의 경우 일반적으로 소유 지분이 소수의 주주에게 집중되어 있으므로 피인수합병 되는 비상장기업의 대주주들이 인수기업의 주식을 대량으로 지급받아 인수합병 이후 기업의 외부 대주주가 될 수 있음을 지적했다. 즉 비상장기업 인수합병의 결과로 형성되는 새로운 외부 대주주에 의한 기업감시효과가 기대되어 인수기업의 주가가 상승한다고 주장했다. 반면 Officer et al.(2007)은 피인수기업의 가치평가가 어려울수록 주식시장이 주식교환 선택에 더 호의적으로 반응하며, 특히 공개된 정보가 상장기업보다 적은 비상장기업을 인수합병 하는 경우에 긍정적 공시효과가 더욱 뚜렷함을 보였다. 이러한 결과는 피인수기업의 가치에 대한 불확실성이 증가할수록 그에 따른 위험부담을 피인수기업 주주들과 나누기 위해 주식교환 선호도가 증가한다는 Hansen (1987)의 이론적 주장과 일치한다.

이처럼 해외 인수합병을 대상으로 한 다수의 이론 및 실증연구들이 인수합병 지불수단의 결정요인과 지불수단 선택이 기업가치 및 주주 부에 미치는 영향을 중요한 연구 주제로 삼아 분석해 온 반면, 국내 인수합병을 대상으로 한 관련 연구는 매우 희소하다. 1990년대 중반까지 활성화되지 않았던 국내 인수합병 시장은 1997년에 주식 대량 취득에 관한 규제가 폐지되고 외환위기 극복을 위한 기업 구조조정 방식의 일환으로 인수합병이 활용된 것을 계기로 점차 증가했다.¹⁾ 그 후 2000년대에 들어서며 국내 인수합병 시장은 비약적으로 성장했는데, 최순영, 김규림(2017)에 의하면 2000년에 13.1조 원이었던 인수 및 합병 총거래 금액이 2015년에는 96.2조 원으로 7배 이상 증가했고, 거래 건수 기준으로 볼 때도 2000년의 총 102건에서 2015년에는 493건으로 5배 가까이 증가했다. 이러한 급격한 변화는 국내에서 인수합병이 기업의 주요한 투자 전략으로 확고히 자리 잡았음을 보여준다.

본 연구는 2006년부터 2021년까지 공시된 1,262건의 국내 인수합병을 대상으로 정보 비대칭과 기업 지배권에 중점을 두어 지불수단 선택의 결정요인과 공시효과에 영향을 미치는 요인을 분석했다.²⁾ 특히 인수합병 정보 수집 시 해외연구들이 주로 사용하는 SDC Platinum 데이터베이스를 이용하고, 해외 실증연구들과 유사한 인수합병 정의와 주식교환 및 현금지급 분류 기준을 사용하여 지불수단의 결정요인과 공시효과에 미치는 영향의 국내와 해외 인수합병 간 비교가 용이하도록 했다.

주요한 실증결과는 다음과 같다. 인수합병 지불대가 선택의 주요 결정요인을 분석한 결과, 최대주주 보유 지분이 높아서 지배주주의 지배권 희석 가능성이 낮은 경우와 관계사를 인수합병 할 때, 특히 재벌기업이 동일 그룹 소속 계열사를 인수합병 하는 경우, 그리고 일반적으로 소유구조가 분산된 경향이 있는 상장기업을 인수합병 할 경우 주식교환 확률이 증가하여 인수기업 지배주주의 지배권을 보호하는 방향으로 지급수단 선택이 이루어지는 것으로 나타났다. 또한 인수기업 자산 대비 인수합병 거래의 규모가 커서 피인수합병 주주들이 위험을 분담할 유인이 증가할수록 주식교환 선택 확률이 증가하여 정보비대칭이 인수합병

1) 1997년 4월에 폐지된 증권거래법 200조는 유가증권을 상장 당시 총발행주식수의 10% 이상 소유할 경우 증권관리위원회의 승인을 받도록 하고 승인이 없이 취득한 주식의 의결권 행사를 제한하여 강력한 경영권 방어 장치로 기능했다.

2) 국내에서 인수와 달리 합병의 경우에는 2011년 이전에 대가지불이 원칙적으로 주식교환만 가능했으나, 2011년 4월부터 시행된 개정 상법에 의해 주식 뿐 아니라 현금이나 사채, 모회사 주식 등을 이용하여 합병의 대가를 지급할 수 있게 되었다. 이러한 제도 변화가 지불수단 선택에 미치는 영향을 분석하기 위해, 개정상법 시행 이전에 공시된 인수합병이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 더미변수를 <표 3>의 로짓 회귀분석 모형에 추가하여 주식교환 선택의 확률을 추정했다. 분석결과에 의하면 해당 더미변수가 주식교환 선택에 대해 유의하지 않아서, 인수합병 대가 지불방식에 대한 제도 변화 이전과 이후 사이에 지급방식 선택 확률의 유의한 차이는 발견되지 않았다. 또한 제도 변화 이후의 인수합병 표본만 포함하고 재분석한 결과, 논문에 제시된 대부분의 실증결과와 질적인 차이가 발생하지 않음을 확인했다.

대가 지불수단의 결정요인이 되는 것으로 나타났으나, 또 다른 정보비대칭 변수로 인수기업의 인수합병 공시 이전 시장조정 주가수익률을 사용한 결과는 정보비대칭 가설을 지지하지 않았다. 그 외에도 인수기업의 규모가 작거나 현금흐름이 높을수록 지불수단으로 주식교환을 선택할 확률이 증가했다.

반면 지불수단 선택에 따른 공시효과 분석은 해외 인수합병을 대상으로 한 선행연구들과 매우 상이한 결과를 보여준다. 즉, 주식교환을 통한 인수합병에서 피인수기업의 상장 여부에 관계없이 일관되게 유의한 양(+)의 공시효과가 나타났고 주식교환 선택 시의 공시효과가 현금지급의 공시효과에 비해 더 긍정적이었다. 이러한 결과는 인수합병 시 주식교환을 선택했을 때 비상장기업을 인수합병 하면 양(+)의 공시효과가 발생하는 반면 상장기업 인수합병 시에는 반대로 음(-)의 공시효과를 발견한 해외연구들과 뚜렷하게 대조된다. 또한 현금지급 시에 비해 주식교환 시의 인수기업 주가 반응이 더 높게 나타나는 현상은 인수기업의 상장시장, 인수기업의 대규모 기업집단 소속 여부, 인수기업과 피인수기업의 동일 대규모 기업집단 소속 여부와 상관없이 일관되게 나타났다.

이러한 결과는 공시효과에 영향을 미칠 수 있는 인수합병 기업 및 거래의 여러 특성들을 통제한 다중회귀분석에서도 유사하게 나타났다. 즉 현금 등의 다른 지급방식에 비해 주식교환 선택은 인수합병 공시효과에 더 긍정적인 영향을 미쳤으며, 주식교환 시의 긍정적인 공시효과는 비상장기업을 인수합병 하는 경우보다 상장기업을 인수합병 하는 경우에 더욱 두드러지게 나타났다. 또한 주식교환에 의한 인수합병 사례들을 인수합병 후 인수기업의 지분 5% 이상을 보유하는 외부 대주주가 등장하는지 여부를 기준으로 분류했을 때, 새로운 외부 대주주가 추가되는 경우에 더 높은 공시효과가 발생함이 일부 모형에서 발견되었다. 이러한 결과는 주식교환에 의한 인수합병 공시 때 발생하는 인수기업의 주가 상승이 새로운 외부 대주주의 기업감시에 대한 시장의 기대감 및 피인수기업 지배주주의 주식교환 동의에 따른 인수합병 가치 불확실성 감소에 일부 기인할 가능성을 시사한다. 반면 인수기업의 인수합병 이전 시장조정 주가수익률과 인수기업 규모 대비 인수합병 거래규모 등의 정보비대칭 관련 변수들은 전체 인수합병 표본을 대상으로 할 때 공시효과에 대한 유의한 영향을 미침이 발견되었으나, 이러한 결과가 주식교환에 국한되지 않아 과대평가된 인수기업 주식을 활용한 인수합병의 결과로 보기는 어려운 것으로 판단된다.

이상의 결과들은 국내 기업들이 인수합병 대가의 지급수단을 선택할 때 인수기업 지배 주주의 지배권 보호를 중요한 요소로 고려함을 보여준다. 또한 국내 주식시장의 투자자들은 현금지급보다 주식교환에 의한 인수합병을 피인수기업의 상장 여부와 관계없이 일관되게 선호하며, 특히 주식교환에 의해 새로운 외부 대주주가 추가되어 기업감시 효과와 불확실성

감소를 기대할 수 있을 때 더욱 호의적으로 반응하는 것으로 나타났다.

본 논문 주요 의의는 다음과 같다. 첫째, 국내 기업의 인수합병을 대상으로 기업 지배권이 지불 수단 선택의 주요 요인이 되고 국내 주식시장은 현금지급에 비해 주식교환에 의한 인수합병에 긍정적으로 반응함을 밝혔다. 이러한 주식교환에 대한 시장의 긍정적인 반응은 피인수기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우 모두에서 일관되게 나타나서 해외연구 결과와 상이하였다. 이러한 발견을 통해 본 연구가 국내 인수합병 지불수단에 대한 실증연구의 공백 감소에 기여할 수 있을 것을 기대한다. 둘째, 주요 해외연구와 동일한 데이터베이스를 사용하고 유사한 방식으로 분석함으로써 동일한 기준에서 국내 인수합병을 해외 인수합병과 비교할 수 있었다. 이러한 비교 분석에 의해 국내와 해외 인수합병이 여러 면에서 유사하지만 중요한 차이점 또한 존재함을 발견함으로써 국내 인수합병에 대한 이해의 폭을 한층 넓히고 추가분석의 필요성을 제기할 수 있었다.

이후의 논문 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장은 인수합병 대가 지불방식의 결정요인과 공시효과를 연구한 해외와 국내의 선행연구들을 살핀다. 제Ⅲ장은 가설과 표본 선정, 변수 정의, 연구 모형 등을 설명한다. 제Ⅳ장은 실증 분석 결과를 서술하고, 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 내린다.

Ⅱ. 선행연구

인수합병 시 지불수단 선택의 주요 결정요인을 분석하고 지불수단 선택이 인수합병의 가치창출에 미치는 영향을 분석한 다양한 선행연구들이 수행되어 왔다. 특히 인수합병에 대한 기존연구들을 종합적으로 정리한 Betton et al.(2008)에 따르면 인수기업과 피인수기업의 정보비대칭성, 기업 지배권에 대한 유인, 법인세 등이 지불 수단 선택의 중요한 결정요인들로 나타났다. 2장에서는 본 연구의 목적에 맞추어 정보비대칭과 기업 지배권의 영향을 분석한 인수합병 지불수단 관련 선행연구들을 살펴본다.

1. 정보비대칭과 인수합병 대가 지불수단에 관련된 선행연구

정보비대칭을 지불수단 선택의 주요요인으로 파악하는 연구들에 의하면, 경영자와 투자자 간 정보비대칭이 존재하는 상황에서 인수기업 혹은 피인수기업의 가치에 대한 미공개 정보들, 즉 경영자 등의 기업 내부자에게만 알려진 사적 정보들이 인수합병의 지불수단 선택과 공시효과에 영향을 미친다. Myers and Majluf(1984)의 역선택 이론은 이러한 주장의 중요한 이론적 배경이 된다. 이에 따르면 기업의 가치에 관한 정보비대칭이 존재할 때, 기업이

유상증자를 공시하면 해당 기업의 주가가 실제 가치보다 높게 형성되어 있을 것이라는 정보 신호가 주식시장에 전달되어 주가에 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 인수합병의 대가 지불을 위해 주식교환을 선택하는 경우 역시 인수기업의 주식이 대량으로 발행되므로 인수기업 주가의 과대평가 신호가 시장에 전달되어 음(-)의 공시효과가 예상되는 반면, 현금지급 공시는 인수기업 가치가 과대평가되지 않았다는 정보신호가 되어 양(+)의 값을 갖거나 유의하지 않은 시장 반응이 나타날 것이다. 이와 관련하여 Shleifer and Vishny (2003)는 인수기업들이 자신들의 주가가 시장에서 과대평가됐다고 판단되는 경우 상대적으로 과소평가 된 타기업들을 주식교환을 통해 인수합병 하여 기존주주의 가치를 극대화할 유인을 가질 것이라고 주장했다.

한편 Hansen(1987)은 인수기업과 피인수기업 가치의 정보비대칭을 함께 고려하여, 정보비대칭으로 인해 피인수기업 가치 평가의 불확실성이 높으면 인수기업 주주들이 그에 따른 위험을 피인수기업 주주들과 분담하기 위해 주식교환을 선택할 확률이 증가한다고 주장했다. 즉 피인수기업의 실제 가치가 인수합병 시 평가했던 가치보다 낮은 경우 이로 인한 가치 감소가 인수합병 이후 기업의 주가에 반영되므로 주식교환에 의해 인수기업 지분을 소유하게 된 기존의 피인수기업 주주들이 가치 하락의 일부를 부담하게 된다는 것이다. 이에 기반하여 Hansen(1987)은 인수기업 규모 대비 피인수기업 규모가 클수록, 피인수기업의 부채비율이 낮아 자기자본 비중이 클수록, 혹은 인수기업의 부채비율이 높아 자기자본 비중이 낮을수록 주식교환에 의해 피인수기업의 기존 주주가 소유하게 될 지분이 증가하므로, 인수기업 주주들이 주식교환을 통한 위험 분담을 시도할 확률이 증가한다고 보았다.

이러한 이론들의 검증을 위한 다양한 실증 연구들이 수행되었는데, 우선 기업가치에 대한 정보비대칭이 인수합병의 지불수단 선택에 미치는 영향을 분석한 연구들이 있다. 예를 들어 Hansen(1987)은 자신의 이론적 예측이 현실과 부합하는지 검증한 결과, 인수기업의 부채가 증가하거나 자산가치가 증가할수록 주식교환의 확률이 증가함을 발견했다. 주식교환에 의한 인수합병 시 인수기업의 부채 가치가 클수록 자기자본 가치는 감소하여 피인수기업 주주가 차지할 지분이 상대적으로 증가하므로 전자의 결과는 자신의 이론을 지지하는 반면, 인수기업의 높은 자산가치는 피인수기업 주주의 소유지분 감소로 귀결되므로 후자의 결과는 자신의 이론과 일치하지 않는 것으로 보았다. Akbulut(2013)은 경영자의 내부 주식거래를 이용하여 인수기업의 과대평가 여부를 판단하고, 이를 기준으로 과대평가된 인수기업들은 주식교환을 선택하는 경향이 존재하지만, 이러한 선택을 한 기업의 주주들은 음(-)의 공시효과와 인수합병 후 장기적인 주가 하락으로 인해 손실을 입게 됨을 발견했다.

또한 Zhang(2001)은 영국의 인수합병 표본들을 대상으로 한 연구에서 인수기업 대비 피인수기업의 규모가 클수록 주식교환 선택 확률이 증가함을 보여 Hansen(1987)의 이론적 예측을 지지했다.

여러 실증연구들이 또한 인수합병의 공시효과를 분석하여 인수기업과 피인수기업 주가에 대한 정보비대칭성이 대가 지급방식 선택의 주요 동기가 됨을 밝혔다. 우선 주식교환을 통해 상장기업을 인수합병 하는 경우 인수기업은 유의한 음(-)의 공시효과를 갖는 반면, 현금지급 공시의 주가반응은 유의한 양(+)의 값을 갖거나 유의하지 않은 것으로 나타났다(Travlos, 1987; Huang and Walkling, 1987; Andrade et al., 2001; Akbulut, 2013). 또한 인수합병 이후 영업이익과 장기 증가성과 역시 현금을 대가로 지급한 경우가 주식교환 때에 비해 더 높은 것으로 나타났다(Agrawal et al., 1992; Linn and Switzer, 2001; Akbulut, 2013). 이상의 실증분석 결과들은 주식시장에서 과대평가된 기업들이 주식교환을 통해 상장기업을 인수합병 하는 반면, 시장은 이러한 선택에 대해 부정적으로 반응하며, 장기적으로 인수기업 주가는 실제가치에 수렴하여 하락하게 됨을 시사한다.

한편 상장기업 인수합병을 대상으로 한 위의 연구들과 달리 비상장기업을 인수합병 한 기업들의 공시효과를 분석한 선행연구들은 매우 상이한 결과를 발견했다. 즉, 피인수기업이 비상장기업인 경우 주식교환을 선택한 인수기업의 공시효과는 유의한 양(+)의 값으로 나타났고 현금지급에 의한 인수합병 공시효과보다 더 높았다(Fuller et al., 2002; Bradley and Sundaram, 2006; Officer et al., 2009). Officer et al.(2009)은 이러한 상이한 공시효과를 정보비대칭의 관점에서 설명했다. 즉 피인수기업의 연구개발 집중도(R&D intensity)와 고유수익률 변동성(idiosyncratic return volatility)이 높아 기업가치의 평가가 어렵고 불확실성이 높은 경우 주식교환을 선택한 인수기업에게 유의한 양(+)의 공시효과가 발생하며, 이러한 현상은 피인수기업이 비상장기업일 때 더욱 뚜렷하게 나타났다. 일반적으로 비상장기업은 상장기업에 비해 정보비대칭과 가치평가 불확실성이 높기 때문에 인수기업 주주는 가치 불확실성이 높은 비상장기업 인수합병 시 피인수기업 주주와 가치하락 위험을 분담하는 주식교환을 선호하며, 시장 또한 이러한 선택을 긍정적으로 평가해 양(+)의 인수기업 공시효과가 발생한다는 것이다. 이러한 실증분석 결과는 피인수기업의 가치불확실성이 높을수록 주식교환이 선호된다는 Hansen(1987)의 이론적 예측과 일치한다.

2. 기업 지배권과 인수합병 공시효과에 관련된 선행연구

인수합병의 지불수단 선택에 영향을 미치는 것으로 알려진 또 다른 주요 요인으로 기업 지배권을 들 수 있다. 즉 대규모 지분을 소유하고 경영에 참여하는 소유 경영자 혹은 지배주주가

인수합병 지불 방식을 선택할 때 주식교환이 외부주주의 보유 지분 증가로 이어져 자신의 기업 지배권을 약화시키는 것을 우려해서 현금지급을 선호할 수 있다. 이와 관련하여 Stulz (1988)와 Harris and Raviv(1988)는 인수기업의 소유 경영자 지분이 높을수록 현금지급을 통한 인수합병을 선호할 것이라고 보았고 이는 소유 경영자들이 신주 발행으로 인한 자신들의 지분 희석과 지배권 약화를 회피하려 하기 때문이라고 주장했다.

인수기업 지배주주의 기업 지배권이 인수합병 지불수단 선택의 결정요인이 되는지를 분석한 실증분석 결과는 혼재되어 있다. Amihud et al.(1990)은 인수기업의 경영자 지분이 높을수록 인수합병 대가로 현금지급을 선택할 확률이 증가함을 보인 반면, Zhang(2001)의 영국 내 인수합병 대상 연구에서는 소유 경영자 지분과 대가 지불수단의 관계가 유의하지 않았다. 한편 Martin(1996)과 Ghosh and Ruland(1998)에 의하면 인수기업 경영자의 지분은 인수합병 지불수단 선택과 비선형관계를 갖는다. 즉, 경영자 지분이 극히 높거나 낮은 경우 경영자 지분은 지불 대가 선택에 유의한 영향을 미치지 않는 반면, 경영자 지분이 중간 수준인 경우에는 경영자의 지분이 클수록 주식교환 선택 확률이 유의하게 감소했다.³⁾ 또한 Faccio and Masulis(2005)도 유럽 기업들의 인수합병 시 인수기업의 지배주주 지분이 중간 수준, 즉 20%~60%에 해당할 때 지불 방식으로 현금지급을 선택할 유인이 증가함을 밝혔으며, 특히 피인수기업의 소유구조가 집중되어 주식교환 시 새로운 외부 대주주 출현 가능성이 높은 경우 현금지급 선호가 더욱 뚜렷함을 발견했다. 이러한 실증 결과들은 인수기업 지배주주의 지배권 확보 유인이 지불수단 선택의 주요 결정요인으로 작용할 수 있으며 지배주주의 지배권 확보 정도에 따라 그 구체적인 영향이 달라짐을 보여준다.

다음으로 기업 지배권과 인수기업의 공시효과에 관련한 실증 연구들을 살펴본다. Amihud et al.(1990)에 의하면 상장기업의 인수합병 시 주식교환을 선택하는 경우 인수기업에게 나타나는 음(-)의 공시효과는 인수기업의 경영자 지분이 낮은 경우에 국한된다. 저자들은 이러한 결과를 높은 지분을 보유한 경영자가 자신의 지배권 희석에 대한 우려에도 불구하고 주식교환을 선택하면 시장은 해당 인수합병이 주주의 부를 증가시킬 확률이 높을 것으로 보아 긍정적으로 반응하는 것에 따른 것으로 보았다. 또한 Chang(1998)은 피인수기업이 비상장기업이고 인수합병 대가로 주식을 발행할 때, 특히 이로 인해 피인수기업의 주주가 합병된 기업 지분의 5% 이상을 보유하게 될 때, 양(+)의 인수기업 공시효과가 발생함을 발견했다. 일반적으로 소유구조가 집중된 경우가 많은 비상장기업이 주식교환에 의해 인수합병 되는 경우, 비상장기업의 기존 대주주가 합병된 기업의 주식을 대량으로 받아

3) Martin(1996)은 중간 수준의 경영자 지분을 5%~25%로 정의한 반면, Ghosh and Ruland(1998)는 경영자 지분이 3%~25%인 경우를 중간 수준으로 보았다.

외부 대주주가 되는 경우가 자주 발생하며, 이 때 시장은 외부 대주주의 기업 감시자 역할 수행에 의한 대리인 비용 감소를 기대하므로 긍정적으로 반응한다는 것이다. 또한 이러한 결과는 정보비대칭이 상대적으로 큰 비상장 피인수기업의 인수합병 시 피인수기업 지배 주주의 주식교환에 대한 동의가 피인수기업의 가치와 위험에 대한 긍정적인 신호로 작용한 것으로도 볼 수 있다.

3. 국내 인수합병에 관련된 선행연구

앞서 밝힌 바와 같이 국내에서는 1997년 외환위기 이후 인수합병 거래 규모와 빈도의 증가가 시작됐고, 이와 비례하여 국내 인수합병에 관한 연구도 증가했다. 특히 인수 및 합병의 공시효과와 그 공시효과에 영향을 미치는 요인에 관해 다양한 연구들이 수행됐고 그 중 여러 실증논문들이 대리인 비용과 기업지배구조를 인수합병 성과에 영향을 미치는 주요 요인으로 주목하였다. 관련된 논문들을 일부 소개하면, 강준구 외 2인(2001)은 합병 기업의 재벌 소속 여부가 합병 공시효과에 미치는 영향을 분석하여 비재벌기업의 합병은 기업가치 증가로 귀결되는 반면 재벌기업의 합병은 기업가치를 증가시키지 못하며 특히 인수기업의 과거성과가 좋을수록, 소유경영자 영향력 하의 지분이 클수록, 혹은 성과가 부진한 계열사를 구제합병 하는 경우 인수기업 주가가 하락함을 보여 재벌기업의 합병이 대리인 문제의 결과임을 시사하는 증거를 제시했다. 조지호, 전상경(2004)은 외부주주가 5% 이상의 대규모 지분을 보유하거나 기관투자자 지분이 높을수록 합병 성과가 향상되는 반면, 대주주나 임원 등의 내부 투자자 지분은 합병 성과에 유의한 영향을 미치지 않음을 보였다. 한편 조지호, 정성훈(2009)은 코스닥 기업들의 인수합병을 분석하여 다소 상이한 분석결과를 보고했다. 즉, 임원 보유 지분과 소액주주 지분이 기관이나 외국인의 지분보다 합병 성과에 더 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 박순홍, 신현한(2010)은 기업지배 구조원에서 제공하는 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 인수합병 공시에 대한 시장반응이 긍정적임을 발견했고, 특히 이사회 및 감시기구의 평가가 높을수록 긍정적인 시장반응이 뚜렷함을 보여 기업의 내부지배구조가 인수합병으로 인한 가치창출의 주요 결정요인이 됨을 보였다.

기업지배구조와 대리인비용 외에도 다양한 요인들이 인수합병 공시효과에 영향을 미친다는 것을 밝힌 다수의 국내 논문들이 또한 존재한다. 예컨대 강효석, 김성표(2009a)는 인수합병 공시 시점에 인수기업에게 약 6%의 초과 수익률이 발생함을 보였으며, 합병과 주식인수에 비해 영업양수에서, 사업적으로 관련된 기업의 인수합병보다는 비관련 인수합병에서, 동일 기업집단의 계열사 인수합병에 비해 비계열사 인수합병에서, 그리고 인수기업의

규모가 상대적으로 작은 인수합병에서 더 높은 공시효과가 발생함을 밝혔다. 또한 윤정선, 정무권(2009)은 정보비대칭에 의한 합병기업의 과대평가 가능성을 합병 공시효과와 합병 완료 후 주가변화를 통해 분석했다. 즉, 합병기업 경영자의 스톡옵션 가치가 높아 과대평가 가능성이 높을수록 합병 공시효과가 상대적으로 저조하고 합병완료 이후 주가하락 폭도 상대적으로 더 커서 가치가 과대평가된 기업이 상대적으로 과소평가된 타기업을 인수하여 기업가치 증가를 추구하는 경향이 있음을 보였다. 변진호, 안소림(2007)은 Moeller et al.(2004)가 발견한 바와 같이 국내 시장에서도 소규모기업에 의한 합병에 대한 시장반응이 대규모 기업의 합병보다 더 높은 것을 밝혔으나 그 원인을 설명하는 실증적 근거는 발견하지 못했다. 한편 해외연구에서 주목했던 피인수기업의 상장 여부와 인수합병 성과의 관계에 대해 국내 인수합병을 표본으로 한 연구들이 수행되었다. 예컨대 Jung(2010)과 김도성, 이해은(2012)은 상장기업 합병 시에 비해 비상장기업을 합병할 때 시장 반응이 더 긍정적임을 보였다. 특히 비상장 피인수기업의 주주가 합병의 결과로 합병기업에 대규모 지분을 보유하게 되거나 인수기업 대비 피인수 비상장기업의 규모가 증가할 때 인수기업의 합병 공시효과가 더욱 긍정적임을 밝힘으로써 비상장기업 합병 시의 긍정적 시장 반응이 합병기업에 대한 감시 효과 또는 합병기업 및 시너지 효과에 대한 정보비대칭 완화에 기인한다고 주장했다. 반면 최봉균 외 2인(2019)에서는 비상장기업 합병 사례에서 우회상장을 제외할 경우 기존의 피인수기업 상장 여부에 따른 공시효과의 차이가 더 이상 유의하지 않은 것으로 나타났다. 한편 변진호, 우원석(2008)은 인수합병 공시에 대한 인수기업의 주가 반응 뿐 아니라 회사채 수익률과 신용등급 변화를 분석하여 기업의 인수합병 시 주주의 부와 채권자의 부가 모두 증가함을 확인했다.

또한 국내 인수합병의 장기성과를 분석한 여러 연구들이 수행되었다. 서병덕, 신달순(2003)은 합병기업의 규모와 시장가치 대비 장부가치 비율에 따른 벤치마크 포트폴리오를 구성하고 비교 분석하여 합병 후에 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 나타남을 보고했다. 강효석, 김성표(2009b)는 합병 전 영업성과가 우수한 기업일수록 합병 후 장기적으로 영업성과가 향상된 반면, 합병 후 장기 주식성과는 향상되지 않음을 보였다. 또한 강효석, 서재웅(2010)은 코스닥기업의 인수합병을 분석하여 합병 후 2년 간 산업조정 영업성과가 향상됨을 발견했고, 비관련합병 시의 매출이익률 증가가 이러한 성과 개선의 주요 요인임을 밝혔다. 정재욱(2007)은 주주총회 결의를 거치지 않아 지배주주와 외부주주 간 이해상충 가능성이 높은 소규모 합병과 대리인 비용이 높은 것으로 알려진 대규모기업집단 소속기업의 합병이 다른 합병들에 비해 장기 영업성과와 장기 주가성과가 상대적으로 저조함을 보였다.

반면 국내 인수합병의 대가 지불수단의 선택에 관련한 연구는 극히 희소하며, 예외적으로

강효석, 김성표(2009a)와 조성호(2011)의 연구가 이를 다룬 바 있다. 강효석, 김성표(2009a)는 전술한 바와 같이 다각화 여부, 계열사 간 합병 여부, 인수기업 규모 등의 인수합병 거래의 여러 특성들이 공시효과에 미치는 영향을 살폈으며, 그 특성 중의 하나로 인수합병 지불수단 선택의 영향을 분석했으나 유의한 결과를 발견하지 못했다. 조성호(2011)는 기존의 미국 및 유럽 국가들의 합병을 대상으로 한 해외 연구들(Travlos, 1987; Martin, 1996; Faccio and Masulis, 2005; Chemmanur et al., 2009)의 결과와 달리, 국내에서는 주식을 교환하여 상장기업을 인수합병 할 때 공시효과가 유의한 양(+)의 값을 가지며 현금지급 시의 공시효과에 비해 더 높음을 발견했다. 해당 연구는 이에 대해 1997년의 외환위기를 경험한 국내 기업들이 유동성 위협에 대비하고자 현금 지불능력이 있음에도 불구하고 주식교환을 인수합병 대가로 선택할 때 시장이 이러한 선택에 긍정적으로 반응해서 양(+)의 공시효과가 발생한다고 설명했다.

본 연구는 인수합병 지불수단 선택에 관련한 위의 선행연구들에 비해 다음과 같이 분석을 확장하여 국내기업의 인수합병 지불 수단에 대한 이해의 폭을 더욱 넓히려 한다. 첫째, 강효석, 김성표(2009a)가 2000년부터 2008년 상반기까지 발생한 396건의 인수합병을 분석하고 조성호(2011)가 1996년부터 2008년까지의 38개의 상장기업 간 인수합병을 대상으로 한 것에 비해 표본기간을 2006년부터 2021년까지 상대적으로 최근 기간에 해당하는 16년 동안으로 확장하고 비상장기업을 인수합병 하는 경우들도 포함해서 1,262개의 대규모 인수합병 표본을 구성했다. 특히 합병의 대가로 현금지급이 가능해진 2011년 4월 이후의 표본들도 포함하여 제도적 요인에 의해 현금지급 표본이 인수에 편중되지 않도록 했다. 둘째, 조성호(2011)에서 해외 선행연구와 상이한 결과가 도출된 요인으로 지목된 유동성 외에 더욱 다양한 잠재적 요인에 대한 추가 분석을 수행했다. 특히 해외연구에서 인수합병 지불 수단 결정의 중요한 요인으로 나타난 정보비대칭과 기업 지배권에 초점을 두었다. 셋째, 지불수단 선택에 따른 공시효과 뿐 아니라 지불수단 선택의 결정요인들에 대한 분석을 추가로 수행하여 국내 기업의 인수합병 지불수단 선택에 대한 포괄적 이해를 시도했다.

Ⅲ. 가설과 표본

1. 가설의 설정

선행연구들을 참고하여 인수합병 지불수단 선택의 결정요인과 지불수단 선택이 인수합병 공시효과에 미치는 영향에 대한 가설을 설정했다. 기존 연구에서 지불수단 선택의 중요한

요인으로 파악된 정보비대칭과 기업 지배권에 초점을 두었다.

1) 정보비대칭 관련 가설

인수기업과 피인수기업의 가치에 대한 정보비대칭이 인수합병의 지불수단 선택과 공시효과에 영향을 미칠 수 있다. 인수기업이 내부 정보를 이용해서 자사의 시장가치가 실제가치에 비해 과대평가된 것으로 판단한다면 현금지급보다 주식교환을 선택하여 상대적으로 과소평가된 타기업을 인수합병 하려는 유인을 가질 것이다(Myers and Majluf, 1984; Shleifer and Vishny, 2003). 한편 주식시장이 인수기업 경영자의 유인을 이해한다면 주식교환 선택을 주가의 과대평가 신호로 받아들여 인수합병 공시효과가 부정적으로 나타나는 반면, 현금지급 선택은 주가가 과대평가되지 않았다는 신호로 작용하여 긍정적이거나 부정적이지 않은 공시효과가 발생할 것이다. 인수기업의 정보비대칭에 의한 과대평가 가능성 추정을 위해 Faccio and Masulis(2005)와 유사하게 인수기업의 인수합병 공시 이전 시장조정 주가 수익률(Bidder market-adjusted holding period return)을 사용했다.⁴⁾ 인수기업의 최근 주가 수익률이 높을수록 주가의 과대평가 가능성이 증가할 뿐 아니라 지배주주의 지배권 희석에 대한 우려도 감소하므로 인수합병 대가로 주식교환을 선택할 확률이 증가하고 현금지급 확률이 감소할 것이다. 또한 지불방식 선택에 따른 공시효과와 관련하여, 주식교환에 의한 인수합병 공시가 인수기업 주식의 과대평가 신호로 작용한다면 공시 기간 동안 인수기업 주가의 부정적인 반응이 예상되며, 특히 인수기업의 최근 주가수익률이 높아 과대평가 되었을 확률이 높을 경우 이러한 부정적 주가 반응이 더욱 뚜렷할 것이다.

한편 피인수기업에 대한 정보비대칭에 의해 피인수기업 가치의 불확실성이 높을 경우 위험의 분담을 위해 인수기업이 주식교환을 선택할 확률이 높아진다고 주장한 Hansen (1987)에 의하면, 피인수기업의 규모가 커서 주식교환 시 피인수기업 주주에게 지급되는 주식의 가치가 증가하면 위험의 분담 또한 증가할 것이다. 따라서 인수기업 규모 대비 피인수기업의 규모가 증가할수록 주식교환을 선택할 확률이 증가하고, 이를 주식시장이 긍정적으로 평가한다면 주식교환 선택 시의 인수기업 공시효과가 양(+의) 값을 가질 것이다. 인수기업의 규모 대비 피인수기업 규모의 척도로 Zhang(2001)과 Faccio and Masulis(2005)와

4) <표 3>의 로짓 회귀분석에서는 공시 250일 전부터 공시 직전일까지의 일별수익률을 사용해 시장조정 주가수익률을 추정했고, <표 5>와 <표 6>의 공시효과 회귀분석에서는 주가수익률 추정기간이 종속변수인 누적 비정상 수익률의 윈도우와 겹치는 점을 감안하여 시장모형 추정기간에 해당하는 공시 220일 전부터 공시 21일전까지의 일별수익률을 사용하여 시장조정 주가수익률을 추정했다.

유사하게 인수기업의 규모 대비 인수합병의 거래 규모(Relative deal size)를 사용했으며 인수기업의 규모는 인수합병 공시 전년도에 총자산 가치로 측정했다.

2) 기업 지배권 관련 가설

주식교환을 통한 인수합병은 거래의 본질 상 소유구조와 지배권의 변화를 수반한다. 따라서 인수기업의 소유경영자나 지배주주가 자신의 지배권 보호에 중점을 두는 경우 소유 지분 희석에 따른 지배권 약화를 막기 위해 현금지급을 선호할 것이고, 해외연구에 의하면 이러한 현금지급 선호는 인수기업 경영자의 지분이 클수록 증가할 수 있다(Amihud, Lev, and Travlos, 1990). 한편, 국내기업들의 소유구조 특성을 고려한다면 해외연구와는 상반된 결과의 예측도 가능하다. 즉, 미국 등 해외 국가들과 달리 많은 국내기업들의 지배주주는 충분히 높은 소유지분과 지배권을 확보하고 있으므로, 지배주주 소유지분이 상대적으로 높을수록 지배권 희석에 대한 우려가 덜할 수 있으며, 따라서 지배주주 소유지분이 높을수록 주식교환을 선택할 확률이 증가할 수 있다. 본 연구에서는 인수기업 지배주주의 지배권을 측정하는 변수로 최대주주의 소유 지분(Bidder largest ownership)을 사용하여 지분 대가 선택과 공시효과에 미치는 영향을 분석한다.

피인수기업의 상장 여부와 소유구조 또한 인수기업 지배주주의 지배권에 영향을 미칠 수 있다. 피인수기업의 소유 지분이 소수의 주주에게 집중되어 있다면 주식교환을 통한 인수합병 선택 시 새로운 외부 대주주 출현의 확률이 높아질 것이다. 이와 관련하여 Chang (1998)은 비상장기업을 주식교환으로 인수합병 할 때, 특히 이에 의해 새로운 외부 대주주가 형성되는 경우 양(+)의 공시효과가 발생함을 발견했다. Jung(2010) 또한 국내 합병을 표본으로 분석하여 유사한 결과를 도출했다. 따라서 인수기업 지배주주가 새로운 외부 대주주의 출현을 꺼린다면 상장기업과 같이 소유지분이 분산된 기업을 인수합병 할 때 주식교환을 선호할 것이다. 또한 관계사 또는 계열사 간의 인수합병 시에도 지배권 약화의 우려가 낮고 주식교환을 통해 피인수기업의 지배주주로서 발행된 주식을 받아 인수기업의 지배권을 증가시킬 수 있으므로 주식교환을 선호할 것이다. 이러한 가설의 검증에 위해 상장 피인수기업 더미 변수(Listed Target)를 피인수기업이 상장기업일 때 1, 비상장기업일 때 0의 값을 부여하여 정의했고, 관계사 더미 변수(Affiliated Target)를 피인수기업이 인수기업과 관계사 관계일 때 1, 그렇지 않은 경우 0으로 정의했다.⁵⁾

5) 관계사 여부는 제벌기업의 경우 공정거래위원회에서 매년 발표하는 대규모기업집단 자료를 참고했으며, 비제벌기업의 경우에는 SDC 데이터베이스에서 인수합병 공시 전 피인수기업에 대한 인수기업 지분이 20% 이상인 경우 관계사 간 인수합병으로 분류했다.

또한 새로운 외부 대주주 출현이 공시효과에 미치는 영향을 분석하기 위해 주식교환을 선택한 인수합병 중 5% 이상의 지분을 소유하는 외부 대주주가 추가되는 경우와 그렇지 않은 경우를 나누어 각각의 경우에 대한 더미변수를 설정했다(Stock offer with a new blockholder; Stock offer without a new blockholder). Shleifer and Vishny(1986)에 의하면 소액주주들은 기업 감시에 의해 얻을 수 있는 자신들의 기대 수익이 기업 감시에 드는 비용보다 적으므로 기업 감시를 수행할 유인이 낮은 반면, 외부 대주주는 무임승차 문제를 극복하고 강한 기업감시 수행 유인을 갖는다. 따라서 주식교환을 통한 인수합병에 의해 외부 대주주가 형성될 때 경영자 및 지배주주 감시효과에 대한 시장의 기대로 인해 양(+)의 주가반응이 나타날 것이다. 단, 외부 대주주 형성에 의한 양(+)의 공시효과는 정보비대칭 측면에서도 설명이 가능하다. 즉, 공개된 정보가 상대적으로 희박한 비상장기업 합병 시 비상장기업 지배주주의 주식교환 동의는 피인수기업 및 인수합병 시너지 효과의 가치에 대해 긍정적인 정보신호가 될 수 있다.

2. 표본선정 및 자료수집

본 연구는 2006년부터 2021년까지 16년 동안 공시된 국내 기업 간 인수합병 거래들을 대상으로 했으며, 인수합병의 자료는 Securities Data Company(SDC) Platinum의 인수합병 데이터베이스에서 구했다. SDC Platinum 데이터베이스에 따르면 2006년부터 국내 인수합병의 빈도가 급격히 증가했다. 즉 2000년~2005년의 기간에는 본 연구의 표본 요건을 충족시키는 인수합병이 매년 평균 10건 미만 발생했으나, 2006년에는 <표 1>에서 확인되는 바와 같이 95건으로 급격히 증가했다. 이러한 급격한 증가는 해당 데이터 베이스의 국내 인수합병 정보 커버리지가 2006년 이전에는 충분하지 않았던 것에 일정 부분 기인하는 것으로 보인다.⁶⁾ 따라서 본 연구는 이러한 점을 고려하여 2006년을 표본기간의 시점으로 정했다. 또한 인수기업의 공시효과를 분석하는 본 연구의 성격을 고려하여 인수기업이 상장기업인 인수합병 거래로 표본을 한정한 반면 피인수기업은 상장 여부에 대한 제한을 두지 않았다.

해외 인수합병의 대가 지불방식을 연구한 기존연구들(Fuller et al., 2002; Moeller et al., 2004; Faccio and Masulis, 2005; Officer et al., 2009; Akbulut, 2013)과 유사하게 SDC Platinum에서 국내 인수합병 거래들의 정보를 수집했으며, “merger” 혹은 “acquisition of

6) 관련하여 강효석, 김성표(2009)는 국내 기업의 인수합병 장기성격을 분석하기 위해 2000년부터 2006년까지 7년 동안 유가증권시장과 코스닥시장에서 발생한 인수합병 표본을 합병과 영업양수, 주식취득에 의한 인수합병을 모두 포함하여 구성하였는데, 표본에 포함된 인수합병의 수가 221건이었다.

majority interest”로 분류한 거래들 중 인수기업이 거래 이전에 보유한 피인수기업 지분이 50% 미만이고 거래에 의해 보유 지분이 50% 이상으로 증가한 경우를 인수합병으로 보아 표본으로 삼았다.⁷⁾ 기존의 국내 인수합병 연구들이 주로 공시자료를 이용해 인수합병 정보를 수집한 것에 비해 본 연구는 해외연구에서 주로 사용한 SDC Platinum 자료를 이용하고 해외연구와 유사한 기준으로 인수합병을 정의하여 국내 인수합병과 해외 인수합병을 동등한 기준에서 비교 분석할 수 있게 하였다. 또한 인수합병 공시일과 대가 지불방식을 포함하여 해당 데이터베이스에서 제공하는 다양한 인수합병 관련 정보를 분석에 이용했다.

인수기업이나 피인수기업이 금융산업에 속한 경우(SDC Platinum의 SIC가 6,000 이상 7,000 미만인 경우)와 지불 방식에 대한 정보가 제공되지 않는 인수합병의 경우는 표본에서 제외하였다.⁸⁾ 또한 인수합병 공시효과 추정을 위해 사용한 시장모형의 추정기간 200 거래일 중 주가수익률이 결측치인 거래일이 100일을 초과하거나 공시일 이틀 전부터 이틀 후까지의 5 거래일 중 주가수익률 결측치가 발생한 거래일이 2일을 초과하는 경우 표본에서 제외했다.⁹⁾ 이러한 표본 요건을 충족시키는 총 1,262개의 국내 인수합병 거래를 최종 표본으로 확정했다. 표본 기업들의 재무자료는 DataGuide와 KIS Value에서 구했고, 인수합병 이전과 이후의 대주주 명단 자료는 TS2000에서 구했다. 또한 필요한 공시자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 수집했다.

대가 지불 수단의 분류를 위해 주식과 현금의 총거래금액 대비 비중은 SDC Platinum 데이터베이스의 변수 중 “% of stock”과 “% of cash”를 각각 사용했으며 주식의 비중이 80% 이상이면 주식교환에 의한 인수합병으로, 현금의 비중이 80% 이상이면 현금지급에 의한 인수합병 거래로 분류했다.¹⁰⁾ 현금과 주식을 함께 사용하거나 전환사채 혹은 신주

7) SDC Platinum에서 거래 이전 지분이 결측치인 경우 동일 데이터베이스에 주어진 거래 내용(Synopsis)을 우선적으로 확인했고, 이를 통해 해당 정보의 확인이 어려운 인수합병에 대해서는 공시자료 및 기사를 추가적으로 확인하여 자료를 보완하였다.

8) 복수의 인수기업이 한 기업을 인수합병 하는 경우 SDC Platinum 데이터베이스는 인수기업을 “investor group”으로 나타내고 산업코드를 금융업으로 분류하므로, 본 연구의 표본에서는 해당 경우들이 제외되었다. 즉, 본 연구의 표본은 단일한 인수기업에 의한 인수합병들로 구성되었으며, 이는 표본 구성 상의 한계로 지적될 수 있다.

9) 추정기간이 100 거래일 이상, 200 거래일 미만인 표본은 6개이다. 이들 표본 6개를 제외하고 거래정지로 인해 수익률이 0으로 기록된 날짜가 일정 기준 이하인 경우만을 표본에 포함하여 재분석한 결과, 논문에서 보고된 것과 질적으로 유사한 결과가 나타남을 확인했다. 즉, 시장모형 추정기간이 200 거래일이고 거래정지 날짜가 10 거래일 이하인 1,121개의 표본을 사용하여 분석한 결과는 논문에서 보고된 주요결과와 질적 차이가 없었고, 거래정지 날짜가 5 거래일 이하인 1,096개의 표본을 사용하여 분석한 결과도 유사했다.

10) 주식교환과 현금지급의 분류 기준은 연구에 따라 다소의 차이를 보인다. Martin(1996)과 Faccio and Masulis(2005)는 인수합병 대가의 전액이 현금 또는 채권에 의한 것인 경우를 현금지급, 전액 인수기업 주식에 의한 것인 경우를 주식교환, 그 외의 경우를 기타로 분류한 반면 Officer et al.(2009)은 인수합병 대가의 90% 이상을 인수기업 주식으로 지급하면 주식교환 거래로 정의하는 한편 그 기준을 50% 혹은 100%로 변경해도 결론에 변화가 없음을 확인했다.

인수권부 사채 등의 다른 지급수단을 주요 지불수단으로 사용하여 주식과 현금 각각의 비중이 모두 80% 미만인 경우 기타 거래로 분류했다.¹¹⁾

3. 표본의 분포 및 특성

<표 1>은 표본에 포함된 인수합병들의 지불수단과 피인수기업 상장 여부에 따른 연도별 분포를 보여준다. 총 1,262건의 인수합병 거래들 중 주식교환에 의한 거래는 346건으로 표본의 27.4%에 해당하고 현금을 지불 수단으로 사용한 거래는 819건으로 64.9%에 해당하여 현금지급에 의한 인수합병이 주식교환에 의한 인수합병보다 두 배 이상 높은 빈도를 보였다. 이러한 결과는 국내 인수합병의 주식교환 거래 비중이 유럽에 비해 높은 반면 미국과는 유사함을 보여준다. 예를 들어 본 연구와 동일하게 SDC Platinum 데이터베이스를 사용하고 피인수기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우를 모두 포함하여 유럽 내 인수합병을 분석한 Faccio and Masulis(2005)에 의하면, 전체 인수합병의 80%가 현금지급에 의한 것이고 11%만이 주식교환에 의한 것이었다. 반면 동일한 데이터베이스를 이용하여 미국 내 상장기업 인수합병을 분석한 Moeller et al.(2004)의 경우 주식교환 비중이 25%였고, 비상장기업 인수합병을 대상으로 한 Officer et al.(2009)의 표본 중 주식교환 비중은 39%였다.

피인수기업의 상장 여부에 따라 표본을 분류하면 피인수기업이 상장기업인 인수합병은 표본의 약 7.2%에 해당하는 91건이며, 이중 56건(61.5%)은 주식교환을 통해 이뤄진 반면 34건(37.4%)은 현금지급에 의한 것으로 나타나 주식교환의 비중이 더 높았다. 반면 피인수기업이 비상장기업인 경우는 1,171건이며, 현금지급에 의한 거래의 비중(67.0%)이 주식교환 거래 비중(24.8%)보다 더 높게 나타나 상장기업 인수합병과는 상반된 분포를 보였다. 해외 연구 결과를 살펴보면, 유럽 내 인수합병의 경우 주식교환 선택 비중이 상장기업 인수합병 시에는 27%로 비상장기업 인수합병 시의 5%보다 더 높아 국내와 유사한 경향을 보인 반면(Faccio and Masulis, 2005), 미국의 경우에는 상장기업 인수합병의 주식교환 비중(25%)이 비상장기업 인수합병의 주식교환 비중(39%)에 비해 더 낮았다(Moeller et al., 2004; Officer et al., 2009). 즉, 국내 인수합병의 대가 지불방식을 미국의 인수합병과 비교할 때, 전체적으로는 유사한 비중으로 주식교환이 선택되는 반면 상장기업 인수합병의 경우에는 주식교환이, 비상장기업 인수합병 시에는 현금지급이 상대적으로 더 선호되는 특징을 보인다.

11) SDC Platinum 데이터베이스에서 기타 거래로 분류되는 인수합병들의 경우 공시자료를 검색하여 대가 지불수단을 재확인하는 과정을 거쳤다.

<표 1> 지불방식과 피인수합병 기업의 상장여부에 따른 인수합병의 연도별 분포

이 표는 표본 2006년부터 2021년까지의 기간에 발생한 1,262건의 인수합병을 지불방식과 피인수합병 기업의 주식시장 상장 여부에 따라 분류하여 연도별 분포를 제시한다. 인수합병 표본은 SDC Platinum 데이터 베이스에서 유가증권시장이나 코스닥시장에 상장되어 있는 기업들이 국내 기업들을 인수 또는 합병한 경우를 추출한 후 인수기업이 인수합병 이전에는 피인수기업의 지분을 50% 미만 보유하고 인수합병 이후에는 50%를 초과하는 지분을 보유한 경우로 한정했다. 인수합병 대가의 80% 이상을 인수합병 기업의 주식으로 지급한 경우는 주식교환으로, 80% 이상을 현금으로 지급한 경우는 현금지급으로 분류했으며, 그 외의 경우들은 기타로 분류했다.

연도	전체 인수합병 (N = 1,262)			상장기업 인수합병 (N = 91)			비상장기업 인수합병 (N = 1,171)		
	주식교환	현금지급	기타	주식교환	현금지급	기타	주식교환	현금지급	기타
2006	27(28.4)	68(71.6)	0(0.0)	2(66.7)	1(33.3)	0(0.0)	25(27.2)	67(72.8)	0(0.0)
2007	38(38.0)	61(61.0)	1(1.0)	4(80.0)	1(20.0)	0(0.0)	34(35.8)	60(63.2)	1(1.1)
2008	52(44.8)	64(55.1)	0(0.0)	2(33.3)	4(66.7)	0(0.0)	50(45.5)	60(54.6)	0(0.0)
2009	27(31.4)	54(62.8)	5(5.8)	3(37.5)	5(62.5)	0(0.0)	24(30.8)	49(62.8)	5(6.4)
2010	28(32.5)	66(65.1)	2(2.3)	5(62.5)	3(37.5)	0(0.0)	23(29.5)	53(68.0)	2(2.6)
2011	13(20.6)	49(77.8)	1(1.6)	5(71.4)	2(28.6)	0(0.0)	8(14.3)	47(83.9)	1(1.8)
2012	19(37.3)	30(58.8)	2(3.9)	5(50.0)	5(50.0)	0(0.0)	14(34.2)	25(61.0)	2(4.9)
2013	13(27.1)	34(70.8)	1(2.1)	1(33.3)	2(66.7)	0(0.0)	12(26.7)	32(71.1)	1(2.2)
2014	14(30.4)	29(63.0)	3(6.5)	4(66.7)	2(33.3)	0(0.0)	10(25.0)	27(67.5)	3(7.5)
2015	10(13.5)	51(68.9)	13(17.6)	4(100.0)	0(0.0)	0(0.0)	6(8.6)	51(72.9)	13(18.6)
2016	15(16.9)	59(66.3)	15(16.9)	4(66.7)	1(16.7)	1(16.7)	11(13.3)	58(69.9)	14(16.9)
2017	15(17.4)	53(61.6)	18(20.9)	1(50.0)	1(50.0)	0(0.0)	14(16.7)	52(61.9)	18(21.4)
2018	17(18.7)	66(72.5)	8(8.8)	4(100.0)	0(0.0)	0(0.0)	13(14.9)	66(75.9)	8(9.2)
2019	14(18.4)	51(67.1)	11(14.5)	3(42.9)	4(57.1)	0(0.0)	11(15.9)	47(68.1)	11(15.9)
2020	17(28.8)	37(62.7)	5(8.5)	3(75.0)	1(25.0)	0(0.0)	14(25.5)	36(65.5)	5(9.1)
2021	27(28.1)	57(59.4)	12(12.5)	6(75.0)	2(25.0)	0(0.0)	21(23.9)	55(62.5)	12(13.6)
합계	346(27.4)	819(64.9)	97(7.7)	56(61.5)	34(37.4)	1(1.1)	290(24.8)	785(67.0)	96(8.2)

<표 2>는 본 연구의 분석에 사용된 변수들의 구체적인 정의를 요약했다. 또한 <표 3>은 회귀분석에 사용된 변수들을 인수합병 기업과 인수합병 거래의 특성으로 구분하여 통계량을 요약했다. 인수기업의 특성을 나타내는 변수들은 인수합병 공시 직전 회계년도 말에 측정되었다. 단, 인수합병 공시 이전 시장조정 주가 수익률은 공시일 직전 1년 기간 동안 측정되었다. 또한 표본이 코스닥 상장기업의 인수합병을 포함하여 기업 특성 변수들에 이상치가 존재할 가능성이 있으므로 회귀식에 사용된 모든 독립변수들을 분포의 1%와 99%에서 윈저라이즈(winsorize)하여, 이상치들이 회귀식 추정에 미칠 영향을 제한했다. <패널 A>는 인수기업의 요약 통계량을, <패널 B>는 인수합병 거래의 요약 통계량을 각각 보여준다. 각각의 변수들을 지불수단에 따라 분류한 후 주식교환 표본과 현금지급 표본 간의 평균 차이에 대한 t-검정과 중앙값 차이에 대한 Wilcoxon z-검정을 수행하여 그 결과들을 마지막 두 열에 제시했다.

<표 2> 변수 정의

이 표는 분석을 위해 사용된 변수들의 구체적인 정의를 제시한다.

변수	설명
Stock offer(indicator)	인수합병 대가 중 주식교환의 금액 비중이 80% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Cash offer(indicator)	인수합병 대가 중 현금지급의 금액 비중이 80% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Other Dummy	인수합병 대가 중 현금지급과 주식교환 각각의 비중이 모두 80% 이하이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Bidder size	인수기업의 인수합병 공시 전년도 말의 총자산에 자연로그를 취한 값.
Bidder cash flow	인수기업의 인수합병 공시 전년도 말의 EBITDA를 총자산으로 나눈 값.
Bidder Tobin's Q	인수기업의 인수합병 공시 전년도 말의 시가총액과 총부채의 합을 총자산으로 나눈 값.
Bidder Cash	인수기업의 인수합병 공시 전년도 말의 현금과 현금 등가 자산의 합을 총자산으로 나눈 값.
Bidder largest ownership	인수기업의 인수합병 공시 전년도 말의 최대주주 지분.
Bidder leverage	인수기업의 인수합병 공시 전년도 말의 총부채 장부가치를 총자산으로 나눈 값.
Bidder high free cash flow(indicator)	Bidder cash flow가 표본의 중앙값 보다 크고, 인수기업의 Tobin's Q가 표본의 중앙값 보다 작으면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Bidder market-adjusted holding period return	인수기업의 인수합병 공시일 전 1년 간 시장조정 주가로 구한 보유기간 수익률(<표 4>); 인수기업의 인수합병 공시일 220일 전부터 21일전까지의 시장조정 주가로 구한 보유기간 수익률(<표 6>과 <표 7>).
Chaebol bidder (indicator)	인수합병 거래 공시 전년도 말에 인수기업이 대규모집단에 속한 계열 기업이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
KOSPI bidder (indicator)	인수기업이 공시 전년도 말에 유가증권시장에 상장된 기업이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Affiliated target (indicator)	인수기업이 재벌 계열사일 경우, 공정거래위원회의 대규모집단 공시 자료에 지정된 동일 기업집단 계열사를 인수합병 하면 1, 그렇지 않으면 0을 부여. 인수기업이 재벌 계열사가 아닌 경우, 인수합병 공시 직전에 인수기업이 피인수기업의 지분을 20% 이상 보유했으면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Listed target(indicator)	인수합병 피인수기업이 상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Same industry target (indicator)	인수기업과 피인수기업의 SDC Platinum의 SIC 코드 첫 세 자리가 일치하면 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Stock offer with a new blockholder(indicator)	주식교환을 통한 인수합병 거래 후 6개월 이내의 주주변동 공시를 확인하여 인수기업의 지분을 5% 이상 보유한 새로운 주주(금융기관 혹은 인수기업 계열회사 제외)가 추가된 경우 1, 그렇지 않으면 0을 부여.
Stock offer without a new blockholder (indicator)	주식교환을 통한 인수합병 거래 후 6개월 이내의 주주변동 공시를 확인하여 인수기업의 지분을 5% 이상 보유한 새로운 주주(금융기관 혹은 인수기업 계열회사 제외)가 추가되지 않은 경우 1, 추가된 경우 0을 부여.

<패널 A>의 차이 검정 결과를 보면 주식교환을 선택한 인수기업과 현금지급을 선택한 인수기업 간에 통계적 차이를 보인 변수는 현금흐름과 인수합병 공시 이전 시장조정 추가 수익률이다. 즉, 현금지급을 선택하는 기업들에 비해 주식교환을 선택하는 인수기업들은 상대적으로 높은 현금흐름을 갖고 있고, 중앙값을 기준으로 했을 때 공시 이전의 추가 성과도 높은 것으로 나타났다.

한편 인수기업 최대주주의 평균 지분은 34%로 유럽의 인수합병을 대상으로 측정한 Faccio and Masulis(2005)의 인수기업 지배주주 지배권 평균 22%와 미국 인수기업들의 경영자 및 이사들의 소유 지분 평균 11%(Martin, 1996; Ghosh and Ruland, 1998)에 비해 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내 기업들의 소유지분이 미국이나 유럽 국가들의 기업들에 비해 상대적으로 대주주에게 집중돼 있다는 일반적 인식과 일치한다. 또한 주식교환을 선택하는 인수기업 최대주주의 소유 지분이 35.3%로 현금지급을 선택하는 인수기업의 33.6%보다 다소 높은 것으로 나타났으나, 그 차이는 통계적 유의성을 보이지 않았다.

<패널 B>는 거래 관련 변수들의 통계량과 지불수단에 따른 각 통계량의 차이를 보여준다. 제시된 차이검정 결과는 인수기업 규모 대비 인수합병 거래 규모와 관계사, 상장 피인수기업, 동일산업 변수들의 차이가 유의함을 나타낸다. 주식교환 시의 인수기업 대비 거래 규모는 현금지급 시의 약 4배로 나타났다. 이는 인수기업 대비 피인수기업 규모가 클수록 주식교환을 선택하여 피인수기업 주주가 위험을 분담하게 할 유인이 증가한다는 Hansen(1987)의 예측과 일치하며, Faccio and Masulis(2005)의 실증 결과와도 유사하다.

관계사 간 인수합병 비중은 주식교환 시 24.6%로 현금지급 시의 14.0%보다 더 높았고 그 차이가 1% 수준에서 유의했다. 비관계사 인수합병 시 감소하는 주식교환 비중은 인수기업 지배주주의 지배권 희석 우려를 보여주는 결과로 해석이 가능하다. 즉, 관계사가 아닌 기업의 인수합병 시에는 현금을 지급하여 지배권 희석과 외부 대주주 추가의 가능성을 차단하는 경향이 나타난다.

또한 주식교환에 의한 인수합병 시에 피인수기업이 상장기업인 경우가 16.2%인 반면, 현금지급에 의한 경우에는 4.2%가 상장기업을 대상으로 하는 인수합병이었으며 그 비중의 차이가 1% 수준에서 통계적으로 유의했다. 비상장기업의 정보비대칭이 상장기업에 비해 일반적으로 높다는 것에 주목한다면, 이러한 결과는 피인수기업의 가치 불확실성이 높을수록 위험 분담을 위한 주식교환 확률이 증가한다는 Hansen(1987)의 예측과는 어긋난다. 반면 비상장기업의 소유구조가 소수의 지배주주에게 집중되는 경향이 있음에 주목한다면, 이는 지배주주가 외부 대주주 출현을 회피하기 위해 비상장기업 인수 시 현금지급을 선호한다는 기존연구의 견해와 일치한다(Harris and Raviv, 1988; Stulz, 1988; Chang, 1998).

<표 3> 표본 인수기업과 인수합병 거래의 요약 통계량

이 표는 표본에 속한 인수기업과 인수합병 거래의 특성에 관한 기초 통계량을 제시한다. 인수합병 표본은 SDC Platinum 데이터 베이스에서 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 기업들이 국내 기업들을 인수 또는 합병한 경우를 추출한 후, 인수기업이 인수합병 이전에 피인수기업의 지분을 50% 미만 보유하고 인수합병 이후에는 50%를 초과하는 지분을 보유한 경우로 한정하였다. 인수합병 대가의 80% 이상을 인수합병 기업의 주식으로 지급한 경우는 주식교환으로, 80% 이상을 현금으로 지급한 경우는 현금지급으로 분류했으며, 그 외의 경우는 기타로 분류했다. 각 항에 보고된 숫자는 해당 변수의 평균치이고, 괄호 안의 숫자는 중앙값이다. 회귀식에서 독립변수로 사용된 모든 변수들은 분포의 1%와 99%에서 윈저라이즈(winsorize)하였다. 각각의 변수마다 주식교환과 현금지급 간의 평균의 차이에 대한 t 검정과 중앙값 차이에 대한 Wilcoxon 비모수 검정을 실시하였다. 차이검정의 괄호 안 숫자는 p-value이며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	전체표본 (N = 1,262)	주식교환 (N = 346) (1)	현금지급 (N = 819) (2)	기타 (N = 97)	지불수단 간 차이 [(1)-(2)]	
					t-test	Wilcoxon z-test
패널 A: 인수기업 특성의 요약 통계량						
Bidder size	25.544 (25.135)	25.366 (24.965)	25.510 (25.140)	26.463 (25.826)	-0.145 (0.20)	-0.175 (0.13)
Bidder cash flow	-0.018 (0.015)	-0.004 (0.019)	-0.025 (0.013)	-0.013 (0.013)	0.021** (0.02)	0.006* (0.06)
Bidder tobin's Q	1.765 (1.320)	1.748 (1.335)	1.758 (1.320)	1.873 (1.227)	-0.010 (0.91)	0.015 (0.84)
Bidder cash	0.096 (0.054)	0.102 (0.058)	0.097 (0.057)	0.066 (0.043)	0.004 (0.57)	0.001 (0.82)
Bidder largest ownership	0.340 (0.334)	0.353 (0.359)	0.336 (0.330)	0.325 (0.334)	0.016 (0.15)	0.029 (0.11)
Bidder leverage	0.429 (0.412)	0.421 (0.399)	0.436 (0.415)	0.401 (0.393)	-0.016 (0.28)	-0.016 (0.52)
Bidder high free cash flow (indicator)	0.285 (0.000)	0.275 (0.000)	0.293 (0.000)	0.258 (0.000)	-0.018 (0.521)	0.000 (0.525)
Bidder market-adjusted holding period return	0.163 (-0.029)	0.201 (0.042)	0.164 (-0.044)	0.023 (-0.091)	0.038 (0.43)	0.086** (0.05)
Chaebol bidder(Indicator)	0.177 (0.000)	0.173 (0.000)	0.156 (0.000)	0.371 (0.000)	0.017 (0.48)	0.000 (0.47)
KOSPI bidder(indicator)	0.351 (0.000)	0.321 (0.000)	0.357 (0.000)	0.412 (0.00)	-0.035 (0.24)	0.000 (0.24)
패널 B: 인수합병 거래 특성의 요약 통계량						
Relative deal size	0.405 (0.101)	0.906 (0.313)	0.225 (0.090)	0.137 (0.042)	0.681*** (0.00)	0.227*** (0.00)
Affiliated target (indicator)	0.177 (0.000)	0.246 (0.000)	0.140 (0.000)	0.247 (0.000)	0.105*** (0.00)	0.000*** (0.05)
Listed target(indicator)	0.072 (0.000)	0.162 (0.000)	0.042 (0.000)	0.010 (0.000)	0.120*** (0.00)	0.000*** (0.00)
Same industry target (indicator)	0.213 (0.000)	0.266 (0.000)	0.195 (0.000)	0.175 (0.000)	0.071** (0.01)	0.000*** (0.01)

한편 인수기업과 피인수기업이 동종산업에 속하는 경우에 주식교환 빈도가 현금지급 빈도보다 높게 나타났고 평균값을 기준으로 그 차이가 5% 수준에서 통계적으로 유의했다.

IV. 실증분석

1. 인수합병 대가 지불수단 선택의 결정요인

로짓 회귀분석(Logit regression)을 통해 인수합병 대가 지불수단 선택에 영향을 주는 주요 요인들을 분석했다. 회귀분석의 종속변수로 주식교환 더미변수(Stock offer Indicator)를 주식교환 선택 시는 '1', 그 외의 경우는 '0'으로 설정하여 사용했다.

가설에서 설명한 주요 변수 외에도 지불수단 선택에 영향을 줄 수 있는 기업 및 인수합병 거래의 여러 특성들을 통제했다. 우선 인수기업의 규모(Bidder size)를 인수기업의 시가총액에 자연로그를 취해 회귀모형에 포함했다. 인수기업의 규모가 클수록 유동성이 높고 차입을 통한 현금조달 능력이 높으므로 인수대가로 현금을 지급할 확률이 증가할 것이다. 또한 인수기업의 성장성 통제를 위해 토빈의 큐를 인수기업의 시가총액과 부채 장부가치의 합을 총자산으로 나누어 정의하고 회귀식에 포함했다. Martin(1996)과 Zhang(2001)은 기업의 성장기회가 많을수록 투자를 위한 현금이 지속적으로 필요하므로 현금확보를 위해 주식교환을 통한 인수합병을 선호한다고 주장했다. 반면 Lang et al.(1991)은 인수기업이 인수합병 이후 성장기회 실현으로 인한 기업가치 상승분을 피인수기업 주주들과 공유하는 것을 피하기 위해 현금을 지불수단으로 선호한다고 보았다. 한편 토빈의 큐는 성장성 뿐 아니라 기업의 과대평가 정도를 측정하는 변수로도 해석이 가능하며, 이 경우 주식교환 선택 확률과 양(+)의 상관관계를 예상할 수 있다. 인수기업의 유동성 및 현금지급 능력을 추가적으로 통제하기 위해 인수기업의 현금흐름(Bidder cash flow)과 보유현금(Bidder cash)을 통제 변수로 포함했다. 이 변수들이 인수기업의 현금지급 능력을 주로 나타낸다면 주식교환 확률과 음(-)의 관계가 예상되는 반면, 인수기업의 잉여현금흐름 보유 정도를 나타낸다면 기업 내 현금보유 증가를 선호하는 경영자 사익추구의 척도가 되어 주식교환 선택 확률과 양(+)의 관련성을 가질 수 있다(Jensen, 1986). 인수기업의 현금흐름은 이자 및 법인세 차감 전 이익과 무형자산 감가상각비의 합을 총자산으로 나누어 구했고, 보유현금은 총자산 대비 현금 및 현금 등가물의 비중으로 측정했다. 인수기업의 부채비율(Bidder leverage) 또한 설명변수로 포함되었다. 이자 지급액과 파산위험의 증가가 기업의 현금지급 능력을 감소

시킨다면 부채비율과 주식교환 확률은 유의한 양(+)의 관계를 가질 수 있는 반면, 부채비율이 기업의 차입능력과 비례하거나 경영자 및 지배주주의 대리인 비용을 통제하는 역할을 수행하여 잉여현금흐름 사용을 촉진한다면 주식교환 확률을 감소시킬 수 있다. 추가적으로 유가증권시장 상장사와 코스닥시장 상장사의 인수합병 거래들 사이에 존재할 수 있는 차이를 통제하기 위해 유가증권 상장 인수기업 더미변수(KOSPI bidder)를 인수기업이 유가증권시장 상장사인 경우 1, 코스닥시장 상장사인 경우는 0으로 정의하여 포함했다. 거래의 특성에 관한 변수로는 인수기업과 피인수기업이 동일한 산업에 속했는지 여부에 따라 동일산업 더미변수(Same industry target)를 정의했는데, 두 기업의 SIC 코드가 첫 세 자리까지 일치하면 1, 그렇지 않으면 0을 부여했다. 또한 연도별 혹은 산업별 추이를 통제하기 위해 연도별 더미 변수와 표준산업분류코드의 대분류를 기준으로 한 산업별 더미변수를 포함했으며, 강건 표준 오차(robust standard error)를 사용하여 회귀식을 추정했다.

<표 4>는 주식교환 더미변수를 종속변수로 사용한 로짓 회귀분석의 결과를 제시한다. (1)열에 제시된 결과에서 인수기업의 인수합병 공시 이전 1년간의 시장조정 주가수익률의 계수는 양(+)의 값을 나타냈지만 유의하지 않았다. 높은 주가수익률이 인수기업 주가의 과대평가 가능성과 비례한다면, 이러한 결과는 인수기업이 과대평가된 주식을 발행하여 인수합병 거래를 시도한다는 기존 이론들의 예측(Myers and Majluf, 1984; Shleifer and Vishny, 2003)과 유럽의 인수합병 표본을 사용해 실증 분석한 Faccio and Masulis(2005)의 연구 결과와 일치하지 않는다. 즉, 인수기업 관련 정보비대칭 가설이 지지되지 않는다. 다만 (1)열과 달리, (2)열과 (3)열에 제시된 결과에서는 해당 변수가 유의한 양(+)의 계수 값을 가진 것으로 나타났는데, 이에 대한 추가분석을 (4)열에 제시하였다.

반면 피인수기업의 정보비대칭에 관련된 또 하나의 변수인 인수기업 규모 대비 인수합병 거래 규모는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수 값(1.105)을 나타냈다. 즉 Hansen(1987)이 주장한 바와 같이, 인수기업 대비 피인수기업의 가치가 클수록 주식교환을 선택해 피인수기업 주주들과 위험을 분담할 확률이 증가함을 보여준다. 이는 또한 Zhang(2001)과 Faccio and Masulis(2005)의 해외 인수합병 대상 실증결과와 일치한다.

다음은 인수기업 지배주주의 지배권과 대리인 비용에 관련한 변수들의 결과를 살펴본다. 우선 인수기업의 최대주주 지분은 주식교환 선택과 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 이러한 결과는 국내기업들이 지배주주의 지분이 높을수록 주식교환에 의한 인수합병을 선호함을 보여준다. 이는 지배주주의 지분이 높을수록 지분 희석에 따른 지배력 상실의 우려로 인해 주식교환보다 현금지급이 선호된다는 기존 해외연구 실증결과와는 반대의 결과로 국내기업 소유구조의 특성이 반영된 것으로 보인다. 즉, 다수의 국내기업은 소유구조가

<표 4> 인수합병 대가의 지불수단 선택에 관한 Logit 회귀분석

이 표는 인수합병의 대가 지급수단에 미치는 요인을 분석한 logit 회귀분석 결과이다. 종속변수인 주식교환은 인수합병 대가의 80% 이상을 인수기업 주식으로 지급한 경우 1로, 그렇지 않으면 0으로 정의했다. 산업더미는 표준산업분류의 대분류를 이용했다. 각 항의 숫자는 해당 변수의 계수 값이고, 괄호 안 숫자는 계수 값의 표준오차이다. 모든 독립변수들을 분포의 1%와 99%에서 윈저라이즈(winsorize)했다. 강건 표준오차(robust standard errors)를 사용했으며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

독립변수	주식교환			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Bidder market-adjusted holding period return: (A)	0.158 (0.103)	0.181* (0.103)	0.193* (0.100)	0.162 (0.105)
Relative deal size	1.105*** (0.205)	1.079*** (0.202)	1.020*** (0.202)	1.051*** (0.198)
Bidder largest ownership	0.741* (0.442)	0.807* (0.446)	1.298*** (0.444)	0.687 (0.440)
Listed target(indicator)	1.620*** (0.278)	1.665*** (0.291)	1.594*** (0.283)	1.690*** (0.281)
Affiliated target(indicator): (B)	1.030*** (0.197)	0.463* (0.264)	0.403 (0.265)	
Chaebol bidder(Indicator): (C)	-0.013 (0.306)	-1.233** (0.497)	-0.208 (0.303)	
(B) x (C)		2.041*** (0.531)	2.114*** (0.533)	1.328*** (0.274)
Bidder high free cash flow(indicator)			-0.110 (0.182)	
(A) x (B) x (C)				1.230** (0.517)
Bidder size	-0.157** (0.078)	-0.127 (0.080)	0.021 (0.073)	-0.212 (0.070)
Bidder tobin's Q	-0.087 (0.072)	-0.074 (0.071)		-0.100 (0.072)
Bidder cash flow	2.857*** (0.735)	2.818*** (0.728)		2.813*** (0.716)
Bidder cash	0.159 (0.761)	0.200 (0.763)	0.205 (0.721)	0.106 (0.760)
Bidder leverage	0.003 (0.363)	-0.012 (0.362)	-0.360 (0.350)	-0.020 (0.363)
KOSPI bidder	0.011 (0.202)	-0.043 (0.205)	-0.183 (0.203)	-0.080 (0.205)
Same industry target(indicator)	0.284 (0.179)	0.289 (0.181)	0.352** (0.176)	0.285 (0.182)
Constant	-0.159 (2.144)	-0.886 (2.166)	-4.842** (1.965)	1.387 (1.903)
Industry indicator	Yes	Yes	Yes	Yes
Year indicator	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	1,262	1,262	1,262	1,262
Adjusted-R ²	0.202	0.213	0.199	0.206

집중되어 지배주주가 충분한 지배권을 안정적으로 확보하고 있으므로, 지배주주의 소유지분이 높을수록 지배권 희석에 대한 우려가 오히려 감소하여 인수합병 시 주식교환을 선택하게 되는 것으로 볼 수 있다.

표로 보고하지 않은 추가분석에서는 Martin(1996)과 Faccio and Masulis(2005)를 따라 인수기업의 최대주주 지분이 중간 수준에 있는 경우에 지불수단 선택에 유의한 영향을 미치는지 검증하였다. 즉, 인수기업의 최대주주 지분이 20%~60%의 값이면 1로, 그렇지 않으면 0으로 설정한 더미변수로 최대주주 지분 변수를 대체하고 (1)열의 회귀식을 추정하여 해당 더미변수가 유의하지 않음을 확인했다. 또한 최대주주 지분이 5%~25%인 경우를 대상으로 동일한 방식의 분석을 진행했으나 유의한 결과가 나타나지 않았다.

한편 상장 피인수기업 더미 변수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수 값을 나타냈다. 즉, 상장기업을 인수합병 하는 경우 현금지급보다는 주식교환을 선택하는 것으로 나타났다. 일반적으로 비상장기업의 경우 소유지분이 소수의 대주주에게 집중되어 있으므로 주식교환을 통한 비상장기업 인수합병이 외부대주주 출현으로 귀결되어 인수기업 지배주주의 지배력이 약화될 수 있음을 감안할 때, 제시된 결과는 인수기업 지배주주가 비상장기업 인수합병 시 자신의 지배권 약화를 우려하여 대가 지불수단으로 주식교환보다 현금지급을 선호한다는 예측과 일치한다.

또한 관계사 피인수기업 더미변수는 주식교환 확률과 유의한 양의 관련성을 가진 것으로 나타났다. 이 결과를 기업 지배권의 관점에서 보면, 관계사 간 인수합병 시에는 주식교환으로 인한 지배주주의 지분 희석과 지배권 약화에 대한 우려가 낮으므로 주식교환을 선택하는 확률이 높은 것으로 판단할 수 있다.

한편 대규모 기업집단인 재벌에 소속된 계열사들이 타기업을 인수합병 하는 경우 소유지배구조의 차이와 내부자본시장의 존재 등으로 인해 비재벌기업의 인수합병에 비해 그 동기와 성과에 차이가 있으며(Bae et al., 2002), 이러한 차이는 지불수단 선택의 결정요인이 될 수 있다. 이의 검증을 위해 재벌기업 더미변수를 인수기업이 인수합병 공시 전년도에 대규모 기업집단에 속한 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 설정하여 설명변수로 포함했다. 제시된 결과에 의하면 재벌 더미변수의 계수 값은 주식교환 선택에 유의한 영향을 보이지 않았다.

(2)열에서는 재벌 더미변수와 관계사 피인수기업 더미변수의 교차항을 추가했다. 제시된 결과에 의하면 관계사 피인수기업 더미변수는 여전히 유의했고, 재벌 더미변수는 (2)열에서 유의한 음(-)의 계수 값을 보였다. 또한 교차항은 주식교환과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 즉, 재벌기업들은 비계열사 인수합병의 경우 주식교환을 피하는 반면

계열사 인수 시에는 주식교환을 선택하는 경향이 강한 것으로 나타났다. 이러한 결과들은 특히 채별기업의 지배주주들이 자신들의 지배권 회석에 대한 우려를 지불수단 선택의 중요한 결정요인으로 고려하고 있음을 보여준다.

통제변수들의 결과를 살펴보면, 인수기업의 규모는 (1)열에서 5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수 값을 나타냈다. 기업의 규모가 커질수록 주식교환 선택이 감소함을 보인 것으로 해외연구 결과와 유사하며(Martin, 1996; Faccio and Masulis, 2005), 기업의 규모 증가에 따라 부채를 통한 자본조달 및 유동성이 증가하여 현금지급 확률이 증가함에서 비롯된 결과로 볼 수 있다.

또한 인수기업의 현금흐름이 높을수록 주식교환 확률이 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 인수기업의 현금흐름이 많을수록 현금지급 능력이 높아지므로 주식교환보다 현금지급을 통한 인수합병 거래를 선호한다는 Zhang(2001)의 주장과 배치되는 반면, 잉여현금흐름이 경영자와 주주 간 대리인 비용의 원인이 된다는 Jensen(1986)의 주장과 합치되는 면이 있다. 즉, 대리인 문제가 큰 경영자들이 보유현금을 높이기 위해 현금흐름이 충분함에도 불구하고 인수합병 시 주식교환을 선택할 유인이 있다는 것이다. 이러한 가능성의 검증에 위해, 인수기업의 현금흐름이 표본의 중앙값보다 높고 토빈의 큐가 표본 중앙값보다 낮은 경우 1을 부여하고 그 외의 경우에는 0을 부여한 잉여현금흐름 더미 변수(Bidder high free cash flow)로 현금흐름과 토빈의 큐 변수들을 대체한 후 회귀분석을 수행하였다. Jensen(1986)은 잉여현금흐름으로 인한 대리인 문제가 성장기회가 적은 경우에 가장 극심할 것이라고 주장한 바 있다. (3)열에 제시된 분석 결과에 의하면 잉여현금흐름 더미변수의 계수 값은 통계적으로 유의하지 않았다. 따라서 현금흐름과 주식교환 확률과의 양(+)의 관계가 잉여현금흐름에서 비롯된 대리인 비용에 기인한 것으로 해석할 수 있는 증거는 찾을 수 없었다.

인수기업의 토빈의 큐, 현금비중, 부채비율, 유가증권시장 상장 여부는 주식교환 선택에 유의한 영향을 나타내지 않았다. 단, 인수기업과 피인수기업의 동종 산업 소속 여부는 (3)열에서 토빈의 큐와 현금흐름을 통제하지 않을 때 유의한 양(+)의 값을 가졌으나, (1)열과 (2)열에서는 유의하지 않아 결과가 일관되지 않았다.

(4)열에서는 (2)열과 (3)열에서 유의한 양(+)의 계수 값을 보인 인수합병 공시 이전 시장조정 주가수익률 결과에 관련한 추가분석을 진행하였다. 관련하여 박경서, 정찬식, 김선민(2018)은 국내 동일 기업집단에 속한 계열사 간의 합병 시 공시 이전 주가 수익률이 지배주주에게 유리한 방향으로 움직임을 발견하였다. 즉, 지배주주 지분율이 높을수록 또는 두 기업의 지배주주 지분 차이가 클수록 공시 이전 주가수익률이 높은 것으로 나타나서, 지배주주에게

유리한 방향으로 주식교환 비율이 결정되게 된다는 것이다. 이에 의하면 (2)열과 (3)열에 나타난 인수합병 공시 이전 주가성과의 양(+)의 계수 값은 대규모 기업집단 간 인수합병 시 주가 수익률 상승의 결과일 수 있다. 이러한 가능성을 파악하기 위해서 (4)열에서는 공시 이전 시장조정 주가수익률(A)과 동일 대규모 기업집단 계열사 간 인수합병 더미변수[(B) × (C)]의 교차항을 포함하였다. 제시된 결과는 해당 교차항이 유의한 양(+)의 값을 갖는 반면, 인수합병 공시 이전 주가 수익률은 더 이상 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉, 인수합병 공시 이전 주가수익률이 주식교환 선택에 미치는 양(+)의 영향은 동일한 대규모 기업집단의 계열사 간 인수합병에 집중되어 있으며, 따라서 해당 결과는 인수기업 가치의 정보비대칭에 관련된 결과이기 보다는 대규모 기업집단 지배주주의 지불수단 선택을 통한 사익추구에서 비롯되었을 가능성을 시사한다.

지불수단 선택에 대한 이상의 결과를 요약하면, 인수기업과 피인수기업의 가치에 대한 정보비대칭성이 지불수단의 선택에 결정요인이 되는 결과가 일부 나타났지만, 인수기업 지배주주의 지배권 보호가 지불수단 선택에 중요한 결정요인으로 작용하는 것이 더욱 뚜렷하게 나타났다. 즉 인수기업 지배주주의 소유지분이 높아 지배권 희석 우려가 낮을 때에 주식교환 확률이 증가했으며, 비상장기업을 인수합병 할 때 주식교환 선택의 확률이 감소했고, 지배주주의 지배권 희석에 대한 우려가 상대적으로 적은 관계사 간의 인수합병 시에, 특히 재벌기업의 계열사 인수합병 시에 주식교환이 선택되는 경향이 유의하게 나타났다.

2. 지불수단에 따른 인수기업의 인수합병 공시효과

지불수단의 결정요인 분석에 이어 지불수단 선택에 따른 인수기업의 인수합병 공시효과를 분석한다. 공시효과의 추정은 표준적인 시장모형을 이용했다. 인수합병 공시 220 거래일 전부터 21 거래일 전까지의 표본기업 주가수익률과 시장수익률을 이용하여 시장모형 계수들을 추정했다. 시장수익률은 각 시장 별 지수를 사용했다. 즉, 유가증권시장 상장기업의 경우 코스피 지수를 사용했고, 코스닥시장에 상장된 기업들은 코스닥 지수를 사용했다. 공시기간의 실제 주가수익률에서 시장모형으로 추정된 수익률을 차감하여 비정상 수익률(Abnormal return; AR)을 구했고, 공시기간 내 거래일의 비정상 수익률들을 합하여 누적 비정상 수익률(Cumulative abnormal return; CAR)을 구했다. 인수합병 공시 하루 전부터 하루 후까지 3일 동안의 비정상 수익률을 합산하여 CAR(-1, 1)을 추정했고, 공시 이틀 전부터 이틀 후까지의 비정상 수익률을 합하여 CAR(-2, 2)를 추정했다.

<표 5> 인수기업의 인수합병 공시효과

이 표는 인수기업의 인수합병 공시효과를 분석한 결과이다. 공시효과는 표준적인 시장모델을 사용하여 추정했다. 인수합병 공시일 정보는 SDC Platinum 데이터 베이스에서 얻었고, 시장 모델 추정기간은 인수합병 공시일 220일 전부터 21일 전까지이며, 시장 포트폴리오 수익률은 유가증권시장 상장기업의 경우 코스피 지수를, 코스닥시장 상장기업의 경우 코스닥 지수를 각각 사용했다. 인수합병 대가의 80% 이상을 인수합병 기업의 주식으로 지급한 경우는 주식교환으로, 80% 이상을 현금으로 지급한 경우는 현금지급으로 분류했으며, 그 외의 경우들은 기타로 분류했다. 마지막 두 열은 주식교환에 의한 인수합병과 현금지급에 의한 인수합병 간의 공시효과 평균과 중앙값 차이를 각각 t-test와 Wilcoxon 비모수 검정을 사용해 검증한 결과이다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

패널 A: 전체 인수합병

공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 346)		현금지급: (2) (N = 819)		기타 (N = 97)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.068***	0.039***	0.017***	0.003***	0.025**	0.000	0.051***	0.036***
CAR (-2, 2)	0.086***	0.050***	0.015***	0.003**	0.039**	0.002	0.071***	0.047***

패널 B: 피인수기업이 상장기업인 인수합병

공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 56)		현금지급: (2) (N = 34)		기타 (N = 1)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.076***	0.052***	-0.002	0.003	0.005	0.005	0.078***	0.049***
CAR (-2, 2)	0.099***	0.058***	-0.011	-0.009	0.013	0.013	0.110***	0.067***

패널 C: 피인수기업이 비상장기업인 인수합병

공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 290)		현금지급: (2) (N = 785)		기타 (N = 96)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.066***	0.038***	0.018***	0.003***	0.025**	-0.001	0.048***	0.035***
CAR (-2, 2)	0.084***	0.049***	0.016***	0.004**	0.039**	0.002	0.068***	0.045***

패널 D: 인수기업이 유가증권시장 상장기업인 인수합병

공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 111)		현금지급: (2) (N = 292)		기타 (N = 40)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.061***	0.038***	0.017***	0.003**	0.008	-0.010	0.044***	0.035***
CAR (-2, 2)	0.072***	0.040***	0.014**	0.000	0.012	-0.005	0.058***	0.040***

패널 E: 인수기업이 코스닥시장 상장기업인 인수합병

공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 235)		현금지급: (2) (N = 527)		기타 (N = 57)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.071***	0.040***	0.017***	0.002***	0.036**	0.011*	0.054***	0.038***
CAR (-2, 2)	0.093***	0.055***	0.016***	0.005**	0.057**	0.004	0.077***	0.050***

<표 5> 인수기업의 인수합병 공시효과(계속)

패널 F: 인수기업이 대규모 기업집단 계열사인 인수합병								
공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 60)		현금지급: (2) (N = 128)		기타 (N = 36)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.046***	0.030***	0.006	0.001	0.007	-0.003	0.040***	0.029***
CAR (-2, 2)	0.058***	0.030***	0.007	0.001	0.011	-0.002	0.051***	0.029***
패널 G: 인수기업이 대규모 기업집단 계열사가 아닌 인수합병								
공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 286)		현금지급: (2) (N = 691)		기타 (N = 61)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.072***	0.043***	0.019***	0.006***	0.035**	0.005	0.053***	0.037***
CAR (-2, 2)	0.092***	0.054***	0.017***	0.004**	0.055**	0.002	0.075***	0.050***
패널 H: 동일 대규모 기업집단 계열사 간 인수합병								
공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 53)		현금지급: (2) (N = 55)		기타 (N = 19)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.042***	0.033***	0.006	0.001	-0.013	-0.012**	0.036***	0.032***
CAR (-2, 2)	0.053***	0.030***	0.004	0.000	-0.012	-0.016	0.049***	0.030**
패널 I: 대규모 기업집단 계열사의 비계열사 인수합병								
공시효과 윈도우	주식교환: (1) (N = 7)		현금지급: (2) (N = 73)		기타 (N = 17)		지불수단 간 차이: (1) - (2)	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon z-test
CAR (-1, 1)	0.076*	0.027***	0.007	0.000***	0.029*	0.018**	0.069	0.027**
CAR (-2, 2)	0.093	0.045***	0.009	0.001**	0.038*	0.017**	0.085	0.044*
패널 J: 주식교환 후 신규 대주주 추가 여부에 따른 공시효과								
공시효과 윈도우	신규 대주주 추가: (1) (N = 118)		신규 대주주 미추가: (2) (N = 228)		신규 대주주 추가 여부 간 차이: (1) - (2)			
	Mean	Median	Mean	Median	t-test		Wilcoxon z-test	
CAR (-1, 1)	0.092***	0.059***	0.055***	0.033***	0.037***		0.026***	
CAR (-2, 2)	0.125***	0.081***	0.066***	0.030***	0.059***		0.051***	

<표 5>는 인수기업의 공시효과를 인수합병의 지불수단에 따라 분류했다. 인수합병 표본 전체를 대상으로 한 <패널 A>에 의하면 주식교환을 지불수단으로 선택한 인수기업의 비정상 수익률이 현금지급을 택한 인수기업의 비정상 수익률보다 더 높았다. 예를 들어 주식교환에 의한 인수합병의 경우 인수기업의 CAR(-2, 2) 평균치가 8.6%이고 1% 수준에서

유의했다. 현금을 지급한 인수기업의 평균 공시효과 또한 양(+)의 값으로 1% 수준의 유의성을 보였지만, CAR(-2, 2) 기준 1.5%로 나타나 주식교환 시에 비해 상승폭이 현저히 적었다. 누적 비정상 수익률의 지불수단 간 평균값과 중앙값 차이를 각각 t 검정과 윌콕슨(Wilcoxon) 비모수 검정으로 분석한 결과, 사용된 두 개의 윈도우 모두에서 그 차이가 1% 수준에서 유의함을 발견하여 주식교환 시의 시장반응이 현금지급 시의 시장반응에 비해 더 호의적임을 확인했다.

<패널 B>는 피인수기업이 상장기업인 경우만을 대상으로 추정한 인수기업 공시효과 결과이다. 주식교환을 선택한 인수기업들의 CAR(-2, 2) 평균 추정치는 1% 수준에서 유의한 9.9%인 반면, 현금지급 선택 시의 공시효과는 음(-)의 값이었고 통계적 유의성이 나타나지 않았다. 주식교환과 현금지급 간의 공시효과 차이 또한 모든 추정치의 평균값과 중앙값에서 통계적으로 유의했다. 이는 해외 상장기업 간 인수합병을 대상으로 지불수단에 따른 공시효과를 분석한 선행연구들의 결과와 크게 다르다. 즉, 인수합병 대가지불을 위한 주식교환 선택이 주식시장에서 인수기업 주가의 과대평가 신호로 인식되어 음(-)의 공시효과를 보인다는 여러 선행연구들(Travlos, 1987; Huang and Walkling, 1987; Andrade et al., 2001; Akbulut, 2013)과는 달리, 국내 시장에서는 주식교환 시의 인수기업 공시효과가 유의한 양(+)의 값을 가지며 현금을 지급한 경우보다 더 높은 것으로 나타난 것이다. 이러한 공시효과는 정보비대칭 가설의 예측과 어긋나는 반면, 주식을 교환한 인수기업의 누적 비정상 수익률이 현금을 지불수단으로 이용한 경우보다 더 높았던 조성호(2011)의 국내 인수합병 대상 실증결과와 일치한다. 하지만 현금지급을 선택한 인수합병의 경우에도 양(+)의 누적 비정상 수익률이 발견된 조성호(2011)의 연구와 달리 본 연구에서는 상장기업 인수합병을 위한 현금지급 선택 시 공시효과가 유의하지 않다는 점에서 차이가 있다.

<패널 C>에서는 비상장기업을 인수합병 하는 인수기업의 공시효과를 추정했다. 주식교환에 의한 인수합병의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2) 평균치는 각각 6.6%와 8.4%이며 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의했다. 현금을 지급하는 인수기업의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2)는 상대적으로 낮은 1.8%와 1.6%이며 모두 1% 수준의 통계적 유의성을 보였다. 주식교환과 현금지급을 선택한 인수기업들 간 누적 비정상 수익률 차이를 t-검정과 윌콕슨 비모수 검정으로 분석한 결과, 두 윈도우에서의 차이가 모두 1% 수준에서 유의했다. 이러한 결과는 비상장기업 인수합병을 대상으로 주식교환 시의 공시효과가 현금지급 시에 비해 더 높고 유의한 양(+)의 값을 가짐을 발견한 여러 해외연구들과 일치한다(Chang, 1998; Fuller et al., 2002; Bradley and Sundaram, 2006; Officer et al., 2009).

<패널 D>와 <패널 E>는 인수기업이 상장된 시장에 따라 분류한 결과이다. 유가증권

시장에 상장된 기업이 주식교환에 의해 타기업의 인수합병을 공시한 경우 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2) 평균치가 각각 6.1%와 7.2%로 나타났고, 현금지급에 의한 경우는 각각 1.7%와 1.4%인 것으로 나타났다. 또한 인수기업이 코스닥 상장기업인 경우에는 주식교환 시의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2)가 각각 7.1%와 9.3%이고, 현금지급 시는 각각 1.7%와 1.6%로 추정되었다. 따라서 인수기업이 상장된 시장과 큰 상관없이 주식교환에 의한 인수합병의 공시효과가 현금지급 시보다 일관되게 높은 것으로 나타났다.

<패널 F>와 <패널 G>는 인수합병 표본을 인수기업의 대규모 기업집단 소속 여부에 따라 분류하였다. 제시된 결과는 두 가지 경우 모두에서 일관되게 주식교환 시의 공시효과가 현금지급 시보다 더 높게 나타남을 보여준다. 즉, 인수기업이 대규모 기업집단의 계열사인 경우, 주식교환의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2)는 각각 4.6%와 5.8%로 현금지급 시의 0.6%와 0.7%에 비해 유의하게 높았고, 인수기업이 대규모 기업집단에 속하지 않은 경우에도 주식교환 시의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2)가 7.2%와 9.2%로 현금지급을 공시한 경우의 1.9%와 1.7%에 비해 유의하게 높았다.

대규모 기업집단에 속한 인수기업의 공시효과를 추가분석하기 위해, <패널 H>와 <패널 I>에서는 인수기업이 대규모 기업집단 계열사인 표본을 피인수기업이 동일한 기업집단에 소속되어 있는지 여부를 기준으로 나누어서 공시효과를 분석했다. <패널 H>에 정리된 결과에 의하면, 동일한 대규모 기업집단 계열사 간의 인수합병이 주식교환에 의할 때의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2) 평균치는 각각 4.2%와 5.3%이고 1% 수준에서 유의했다. 반면 계열사 간 인수합병이 현금지급에 의해 성사되면 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2)이 각각 0.6%와 0.4%로 낮았으며 통계적으로 유의하지 않았다. 주식교환과 현금지급 간의 평균 공시효과 차이는 모두 1% 수준에서 유의했다. 또한 대규모 기업집단 계열사가 비계열사를 인수합병하는 경우의 공시효과 패턴도 매우 유사했다. 즉, <패널 I>에서 주식교환 시의 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2) 평균치는 각각 7.6%와 9.3%인 반면, 현금지급 시에는 0.7%와 0.9%로 낮게 나타났다. 지불수단 간 차이를 분석한 결과에 의하면, 평균 공시효과의 차이는 주식교환 표본이 7개로 수가 적어 통계적 유의성이 없었지만 공시효과 중앙값의 차이는 모두 5% 혹은 10% 수준에서 유의했다.

인수합병의 대가로 주식교환이 선택될 때 양(+)의 공시효과가 일관되게 발생하는 잠재적인 이유에 관한 추가분석을 위해, 주식교환 표본을 인수합병 이후 새로운 외부 대주주가 추가되는지 여부에 따라 두 개의 하위집단으로 나누어서 공시효과를 분석했다. 선행연구 논의에서 언급한 바와 같이, Chang(1998)은 주식교환을 대가로 비상장기업이 인수합병될 때 기존의 피인수기업 대주주가 인수기업의 지분 5% 이상을 확보하여 새로운 외부

대주주가 되는 경우가 발생하고, 이 경우 이들에 의한 기업감시를 기대하거나 정보비대칭을 낮추는 신호효과가 발생하여 시장이 긍정적으로 반응함을 보였다. 외부 대주주 신규추가 여부에 관련한 정보는 TS2000 데이터 베이스와 DART 사업보고서의 대주주 현황 자료를 통해 구했다. 즉 3개월 간격으로 제공되는 5% 이상 지분 보유 대주주 명단에서 인수합병 직후 6개월 이내에 인수기업에 신규 대주주가 추가되는지를 확인했다. 단 관계사 간의 인수합병이거나 신규 대주주가 인수기업의 계열사이거나 국민연금 및 금융기관 등 명백하게 피인수기업의 대주주가 아닌 경우는 외부 대주주 출현 표본에서 제외했다.

<패널 J>는 주식교환에 의한 인수합병 표본을 새로운 외부 대주주 추가 여부에 따라 두 하위집단으로 나누어 공시효과를 분석한 결과를 제시한다. 제시된 결과에 의하면 두 집단 모두 통계적으로 유의한 공시효과를 보였으나, 외부 대주주가 새로이 추가되는 경우 $CAR(-1, 1)$ 과 $CAR(-2, 2)$ 평균값은 각각 9.2%와 12.5%이고 외부대주주가 추가되지 않는 경우는 각각 5.5%와 6.6%의 평균값을 보여 외부대주주 출현 시의 공시효과가 상대적으로 더 높게 나타났다. 공시효과 평균값과 중앙값의 차이검정 결과들은 외부 대주주 신규 추가에 따른 공시효과의 차이가 두 원도우 모두에서 유의함을 나타낸다. 이러한 결과는 주식교환 선택 시 발생하는 시장의 호의적 반응 중 일부는 기존 피인수기업 대주주의 인수기업 지분 보유에 따른 기업감시 효과 혹은 정보비대칭 감소 효과에 기인함을 시사한다.

공시효과 결과를 요약하면, 피인수기업의 상장 여부, 인수기업이 소속된 시장, 인수기업의 대규모 기업집단 소속 여부, 피인수기업의 동일 대규모 기업집단 소속 여부와 상관없이 주식교환에 의한 인수합병이 현금지급에 의한 인수합병에 비해 일관적으로 더 높은 공시효과를 나타냈다. 이러한 결과는 비상장기업 인수합병 시에만 주식교환의 공시효과가 현금지급의 공시효과에 비해 더 높고, 상장기업 인수합병 시에는 반대로 현금지급의 공시효과가 주식교환에 비해 더 높은 것으로 나타난 기존의 해외 인수합병 분석결과와 뚜렷한 차이를 보인다.

3. 인수기업의 인수합병 공시효과에 대한 다중회귀분석

인수기업의 인수합병 공시효과에 대해 인수기업과 인수합병 거래의 여러 특성들을 통제할 때에도 지불수단의 선택이 추가적인 영향력을 갖는지 다중회귀분석을 통해 살펴본다. <표 6>은 인수기업의 $CAR(-1, 1)$ 과 $CAR(-2, 2)$ 를 종속변수로 사용한 다중회귀분석 결과를 보여준다. <표 3>의 종속변수로 사용됐던 주식교환 더미변수를 설명변수로 사용했고, <표 4>의 설명변수들을 모두 포함했다. (1)열과 (2)열은 $CAR(-1, 1)$ 을, (3)열과 (4)열은 $CAR(-2, 2)$ 를 종속변수로 사용했다.

<표 6> 인수기업의 인수합병 공시효과 회귀분석

이 표는 인수기업의 인수합병 공시효과를 회귀분석한 결과를 제시한다. 공시효과는 표준적인 시장모델을 사용하여 추정했다. 인수합병 공시일 정보는 SDC Platinum 데이터 베이스에서 얻었고, 시장 모델 추정기간은 인수합병 공시일 220일 이전부터 21일 이전까지이며, 시장 포트폴리오 수익률은 유가증권시장 상장기업의 경우 코스피 지수를 사용했고 코스닥시장 상장기업의 경우 코스닥 지수를 사용했다. CAR(-1, 1)은 인수합병 공시 하루 전부터 하루 후까지의 누적 비정상 수익률이고, CAR(-2, 2)은 인수합병 공시 이틀 전부터 이틀 후까지의 누적 비정상 수익률이다. Stock offer(indicator)는 인수합병 대가의 80% 이상이 주식교환으로 지급되는 경우 1, 그렇지 않은 경우 0으로 설정되었다. 산업더미는 표준산업분류의 대부분류를 이용했다. 각 항의 숫자는 해당 변수의 계수 값이고, 괄호 안의 숫자는 해당 계수 값의 표준 오차이다. 모든 독립변수들을 각각의 분포의 1%와 99%에서 윈저라이즈(winsorize)하였다. 모든 모형의 추정은 강건 표준 오차(robust standard errors)를 사용했고 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

독립변수	CAR(-1, 1)		CAR(-2, 2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Stock offer(indicator): (A)	0.040*** (0.008)	0.037*** (0.008)	0.057*** (0.010)	0.051*** (0.011)
Listed target(indicator): (B)	0.005 (0.010)	-0.018* (0.009)	0.009 (0.014)	-0.021* (0.012)
(A) x (B)		0.038** (0.018)		0.053** (0.024)
Bidder market-adjusted holding period return	-0.020*** (0.007)	-0.020*** (0.007)	-0.038*** (0.008)	-0.037*** (0.008)
Relative deal size	0.012** (0.005)	0.013** (0.001)	0.017*** (0.006)	0.017*** (0.006)
Bidder largest ownership	0.023 (0.019)	0.022 (0.019)	0.023 (0.024)	0.022 (0.024)
Affiliated target(indicator)	-0.012 (0.008)	-0.012 (0.008)	-0.007 (0.010)	-0.008 (0.010)
Chaebol bidder(indicator)	-0.011 (0.010)	-0.010 (0.010)	-0.003 (0.012)	-0.002 (0.012)
Bidder size	-0.003 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.006* (0.003)	-0.006* (0.003)
Bidder tobin's Q	-0.005** (0.002)	-0.005** (0.002)	-0.007** (0.003)	-0.008** (0.003)
Bidder cash flow	-0.008 (0.036)	-0.007 (0.036)	-0.042 (0.056)	-0.042 (0.056)
Bidder cash	-0.032 (0.028)	-0.032 (0.028)	-0.008 (0.037)	-0.009 (0.037)
Bidder leverage	-0.007 (0.015)	-0.007 (0.015)	-0.014 (0.020)	-0.014 (0.020)
KOPSI bidder(indicator)	0.006 (0.008)	0.007 (0.008)	0.004 (0.010)	0.004 (0.010)
Same industry target(indicator)	-0.003 (0.007)	-0.003 (0.007)	-0.010 (0.009)	-0.011 (0.009)
Constant	0.081 (0.073)	0.079 (0.073)	0.170* (0.088)	0.168* (0.088)
Industry indicator	Yes	Yes	Yes	Yes
Year indicator	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	1,262	1,262	1,262	1,262
Adjusted-R ²	0.068	0.069	0.088	0.089

인수합병 시 주식을 대가로 발행하는 선택(Stock offer indicator = 1)은 (1)열과 (3)열 모두에서 공시효과에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 주식교환 더미변수의 계수 값은 CAR(-1, 1)과 CAR(-2, 2)에 대해 각각 0.040과 0.057로 추정되었다. 즉, 인수합병 공시효과에 관련된 여러 설명변수들을 통제했을 때, 주식교환을 통한 인수합병 공시가 다른 지급수단을 택한 인수합병에 비해 공시 전후 3일 동안 4.0%와 5일 동안 5.7%의 누적 비정상 수익률 증가로 이어져서 인수합병 지불수단 선택의 영향이 경제적으로 유의한 것으로 나타났다.

또한 인수기업의 시장조정 주가수익률은 CAR(-1, 1), CAR(-2, 2)와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 가졌다. 즉 인수합병 이전 기간의 주가수익률이 높을수록 공시효과가 부정적이었다. 이러한 결과는 인수합병 공시가 인수기업 주가의 과대평가 신호로 작용했을 가능성을 제시한다. 단, 이러한 결과가 주식교환 선택 시에 집중되었는지는 다음의 <표 7>에서 추가분석 한다.

인수기업 대비 거래 규모 변수는 공시효과에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 인수기업의 규모에 대비해서 인수합병의 거래 규모가 클수록 주식시장은 호의적으로 반응했다. 만일 이러한 결과가 주식교환에 집중된다면, 피인수기업 가치에 대한 정보비대칭이 심할 경우 주식교환을 통한 위험분담의 선택에 대해 주식시장의 반응이 긍정적일 것이라는 Hansen(1987)의 이론적 예측과 일치하는 것으로 해석할 수 있다. 이에 대해서도 <표 7>에서 추가분석을 진행한다. 그 외의 주요변수에 해당하는 인수기업의 최대주주 지분과 상장 피인수기업 더미변수는 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다.

(2)열과 (4)열에는 주식교환 더미변수와 상장 피인수기업 더미변수의 교차항을 추가해서 (1)열에서 발견된 주식교환 선택의 양(+)의 공시효과가 피인수기업의 상장 여부에 따라 상이한지를 검증했다. 제시된 결과에 따르면 주식교환 더미변수는 여전히 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수 값을 보였고, 교차항의 계수 값들 또한 모두 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 결과를 나타냈다. 즉, 인수합병의 대가 지불방식으로 주식교환을 공시할 경우 인수기업의 주가가 전반적으로 상승하며, 특히 피인수기업이 상장기업일 때 긍정적인 주가 반응이 더욱 뚜렷하게 나타나는 것이다. 이러한 결과는 피인수기업이 비상장기업일 때에만 시장반응이 긍정적임을 보인 해외 실증연구 결과들(Fuller et al., 2002; Bradley and Sundaram, 2006; Officer et al., 2009)과 뚜렷하게 대조된다.

통제변수 중에는 인수기업의 규모가 CAR(-2, 2)와 10% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 나타냈는데, 이는 국내 인수합병에 기업의 규모효과가 존재한다는 변진호, 안소림(2007)과 강효석, 김성표(2009a)의 분석결과와 부합한다. 즉 인수기업의 규모가 작을수록 인수합병의

<표 7> 인수기업의 인수합병 공시효과 회귀분석: 최근 수익률과 외부 대주주 추가의 영향

이 표는 인수기업의 인수합병 공시효과를 회귀분석한 결과를 제시한다. 공시효과는 표준적인 시장모델을 사용하여 추정했다. 인수합병 공시일 정보는 SDC Platinum 데이터 베이스에서 얻었고, 시장 모델 추정기간은 인수합병 공시일 220일 이전부터 21일 이전까지이며, 시장 포트폴리오 수익률로 유가증권시장 상장기업은 코스피 지수를, 코스닥시장 상장기업은 코스닥 지수를 사용했다. CAR(-1, 1)은 인수합병 공시 하루 전부터 하루 후까지의 누적 비정상 수익률이고, CAR(-2, 2)은 인수합병 공시 이틀 전부터 이틀 후까지의 누적 비정상 수익률이다. Stock offer(indicator)는 인수합병 대가의 80% 이상이 주식교환으로 지급되면 1, 그렇지 않으면 0으로 설정했다. Stock offer with a new blockholder(indicator)는 인수합병 대가의 80% 이상이 주식교환으로 지급되고 인수합병 후 5% 이상의 지분을 가진 외부 대주주가 추가되는 경우 1, 그렇지 않으면 0으로 설정했다. Stock offer without a new blockholder(indicator)는 인수합병 대가의 80% 이상이 주식교환으로 지급되고 인수합병 후 5% 이상의 지분을 가진 외부 대주주가 추가되지 않는 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는다. 산업터미는 표준산업분류의 대분류를 이용했다. 각 항의 숫자는 해당 변수의 계수 값이고, 괄호 안의 숫자는 계수 값의 표준오차이다. 독립변수들은 각각의 분포의 1%와 99%에서 윈저라이즈(winsorize)했다. 강건 표준 오차(robust standard errors)를 사용했고 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

독립변수	CAR(-1, 1)			CAR(-2, 2)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Stock offer(indicator):	0.041***	0.046***		0.057***	0.064***	
(A)	(0.008)	(0.008)		(0.010)	(0.010)	
Stock offer with a new blockholder(indicator)			0.053***			0.084***
			(0.014)			(0.018)
Stock offer without a new blockholder(indicator)			0.035***			0.044***
			(0.008)			(0.011)
Bidder market-adjusted holding period return: (B)	-0.020***	-0.020***	-0.020**	-0.037***	-0.037***	-0.038***
	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.006)	(0.006)	(0.006)
Relative deal size: (C)	0.013**	0.026**	0.011**	0.017**	0.034**	0.014**
	(0.005)	(0.011)	(0.005)	(0.006)	(0.013)	(0.006)
(A) x (B)	-0.001			-0.001		
	(0.014)			(0.016)		
(A) x (C)		-0.016			-0.021	
		(0.012)			(0.014)	
Bidder largest ownership	0.022	0.020	0.024	0.023	0.020	0.026
	(0.019)	(0.019)	(0.019)	(0.024)	(0.024)	(0.024)
Listed target(indicator)	0.005	0.003	0.007	0.009	0.007	0.014
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.014)	(0.014)	(0.014)
Affiliated target (indicator)	-0.012	-0.012	-0.010	-0.007	-0.008	-0.003
	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.010)	(0.010)	(0.010)
Chaebol bidder (Indicator)	-0.011	-0.011	-0.011	-0.003	-0.003	-0.003
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.012)	(0.012)	(0.012)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry indicator	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year indicator	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
Adjusted-R ²	0.067	0.070	0.068	0.087	0.090	0.091

공시효과가 더 높아지는 경향이 일부 나타났다. 또한 인수기업의 토빈의 큐가 높을수록 인수합병 공시효과가 감소하는 결과가 나타났다. 만약 토빈의 큐를 인수기업 가치의 과대평가 가능성을 나타내는 척도로 해석한다면, 이러한 결과는 인수기업의 과대평가 시 주식교환에 대한 부정적인 주가반응으로 볼 여지가 있다. 이러한 가능성의 검토를 위해 주식교환 더미변수와 토빈의 큐의 교차항을 회귀식에 포함하여 분석했다. 표로 보고되지 않은 분석 결과에 의하면 해당 교차항이 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 계수 값을 가져서 인수기업의 과대평가를 이용한 주식교환과 관련 있는 것으로 보기는 어려운 것으로 나타났다. 그 외의 통제 변수들과 공시효과의 유의적인 관계는 발견되지 않았다.

<표 7>은 주식교환 선택이 인수합병 공시효과와 양(+)의 관련성을 갖는 원인을 정보 비대칭과 기업 지배권 측면에서 추가 분석한 결과를 제시한다. 우선 정보비대칭 가설의 예측과 같이, 인수합병의 지불수단으로 주식교환을 선택하는 것은 인수기업 주가의 과대평가 신호로 인식되어 시장에서의 부정적 반응으로 나타날 수 있다. <표 6>의 결과는 인수기업의 과거 수익률과 인수합병 공시효과가 유의한 음(-)의 관계를 가짐을 보였지만, 지불수단을 구별하지 않았다. <표 7>의 (1)열과 (4)열에서는 정보비대칭 가설의 추가적인 검증을 위해 주식교환 더미변수와 인수기업의 인수합병 이전 시장조정 주가수익률의 교차항을 추가하여 분석했다. 인수기업 주가의 과대평가로 인한 부정적인 공시효과는 주식교환을 통한 인수합병에만 해당하므로 추가한 교차항이 유의한 음(-)의 계수 값을 가진다면 정보비대칭에 의한 시장의 반응으로 해석될 수 있다. 하지만 (1)열과 (4)열에 제시된 교차항의 계수 값은 통계적으로 유의하지 않았다. 즉, 주가성과 항상 이후의 인수합병 결정에 대한 시장의 부정적인 반응은 인수합병을 위한 주식교환 선택에 집중되지 않았으며, 이는 해외연구의 결과들과 달리 국내에서 상장기업을 주식교환으로 인수하는 경우의 공시효과가 긍정적이고 현금지급의 공시효과보다 높게 나타나는 주요 원인의 한가지로 사료된다.

(2)열과 (5)열에서는 주식교환 더미변수와 인수기업 대비 거래 규모 변수의 교차항을 회귀식에 포함하여 분석했다. 이는 <표 6>에서 발견된 바 있는 인수기업 대비 거래 규모가 인수합병 공시효과에 미치는 양(+)의 영향이 정보비대칭에 의한 것인지를 추가분석 하기 위함이다. 제시된 결과는 해당 교차항이 음(-)의 계수 값을 가지며 통계적으로 유의하지 않음을 보여준다. 즉, 인수기업 대비 거래 규모가 공시효과에 미치는 영향은 인수기업 가치의 정보비대칭에서 비롯된 것으로 보기 어려운 것으로 판단되며, 이는 (1)열과 (4)열의 결과를 재확인하는 것으로 볼 수 있다.

(3)열과 (6)열의 회귀모형에서는 신규 외부 대주주의 추가가 주식교환 선택 시 확인된 양(+)의 공시효과의 한 요인이 되는지를 검증하기 위해 기존의 주식교환 더미변수를 외부

대주주를 발생시키는 경우와 그렇지 않은 경우로 나누어 각각의 더미변수를 설정하고 회귀분석에 추가하였다. 즉 첫 번째 더미 변수는 지불대가로 주식교환이 선택되고 그로 인해 5% 이상의 지분을 획득하는 신규 외부 대주주가 형성되는 경우에 1의 값이 부여되고, 주식교환이 선택됐지만 새로운 외부 대주주는 출현하지 않은 경우 0의 값이 부여되었다. 두 번째 더미 변수는 반대로 주식교환이 선택되고 외부 대주주가 출현하지 않은 경우에는 1, 외부 대주주가 출현한 경우는 0의 값을 갖는 것으로 설정됐다. 즉, 주식교환 더미변수를 외부대주주 출현 여부에 따라 두 개의 더미변수로 나누었다.

(3)열에 제시된 결과에 의하면, 두 더미변수가 모두 1% 수준에서 유의했지만 신규 대주주가 발생하는 경우에는 계수 값이 0.053으로 신규 대주주가 출현하지 않은 경우의 0.035에 비해 다소 높았다. 또한 (6)열에서는 주식교환에 의한 신규 대주주 출현이 0.084의 유의한 계수 값을 가져서 8.4%의 주가 상승으로 이어지는 것으로 나타난 반면, 신규 대주주 추가가 없는 주식교환 선택은 4.4%의 주가 상승으로 귀결되어 상대적으로 소폭 상승함을 보였다. 두 더미변수의 계수 값이 통계적으로 차이가 나는지를 F-검정을 통해 검증한 결과, (2)열에서는 두 더미변수의 계수 값 사이에 유의한 차이가 없었으나, (4)열의 $CAR(-2, 2)$ 에 대한 두 더미변수의 계수 값 차이는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다(p -value of F-test = 0.052). 즉 주식교환에 의한 인수합병 시 외부 대주주가 신규 추가되는 경우에는 그렇지 않은 경우에 비해 주식시장이 더욱 호의적으로 반응함을 발견했다. 이러한 결과는 기업 지배권 가설과 일치하며, 주식교환에 의한 인수합병에 대한 상대적으로 높은 공시효과는 외부 대주주 출현에 의한 기업감시 효과 또는 정보비대칭 우려의 완화에 일부 기인함을 보여준다. 또한 비상장기업을 합병할 때 외부 대주주 형성에 의해 호의적인 공시효과가 발생함을 보인 Chang(1998)과 Jung(2010), 김도성, 이해은(2012)의 결과와 유사한 측면이 있다.

이상의 인수합병 공시효과에 대한 회귀분석 결과는 해외 인수합병과 달리 국내 인수합병에서는 주식교환에 의한 지불방식 선택이 현금지급 선택보다 더욱 호의적인 시장반응을 이끌어 내며, 이러한 시장반응이 특히 상장기업을 인수합병 할 때 더욱 뚜렷하게 나타남을 보여준다. 또한 인수기업의 가치에 관련한 정보비대칭 가설은 국내 인수합병의 공시효과를 잘 설명하지 못하는 반면, 인수합병 이후 외부 대주주 추가에 의한 기업감시 효과에 대한 기대 혹은 피인수기업 가치 불확실성에 대한 시장의 우려 감소가 주식교환 선택 시의 호의적인 주가반응을 일부 설명하는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 앞서의 주식교환 선택 결정요인 분석 결과와 연관 지어 볼 때, 인수기업은 지배주주의 지배권 보호를 고려하여 인수합병 대가 지불방식을 선택하는 경향이 있지만, 시장은 주식교환의 결과로 새로운 외부 대주주가

출현하여 지배주주에 의한 감시와 견제가 이루어질 가능성이 증가할 때 보다 호의적으로 반응하는 것으로 볼 수 있다.

V. 결 론

본 논문은 2006년부터 2021년까지 발생했던 1,262건의 국내 인수합병을 대상으로 지불수단 선택에 영향을 미치는 주요 요인과 지불방식에 따른 인수기업의 공시효과에 대해 정보비대칭과 기업 지배권에 중점을 두어 분석했다. 즉, 인수기업이 과대평가된 주식을 활용하려 하거나 피인수기업 가치의 불확실성이 커서 위험을 분담하려는 유인이 강할 때 현금지급보다 주식교환을 선호할 것이라는 정보비대칭 가설과 인수기업 지배주주의 지배권을 보호하고 강화하려는 유인이 강할수록 주식교환보다 현금지급이 선호될 것이라는 기업 지배권 가설을 검증하였다.

본 논문은 다음의 실증분석 결과를 발견했다. 첫째, 인수합병 지불수단 결정요인의 분석 결과는 정보비대칭 가설을 일부 지지했다. 인수기업 대비 거래규모가 클수록 주식교환 선택의 확률이 증가하여 피인수기업의 가치 불확실성이 클수록 주식교환 선택이 증가할 것이라는 Hansen(1987)의 예측을 지지하는 결과를 얻었다. 반면 인수기업의 인수합병 공시 전 1년간의 주가 수익률이 높을수록 지불수단으로 주식교환이 선호됨을 발견했으나, 이러한 결과는 주로 대규모 기업집단 계열사 간 인수합병의 경우에 뚜렷한 것으로 나타나서 대규모 기업집단 지배주주의 사익추구에 기인할 가능성이 높다.

둘째, 인수기업 지배주주의 지배권이 지불수단 선택의 주요 고려사항에 해당함을 발견하여 기업 지배권 가설을 지지하는 결과를 제시했다. 인수기업 지배주주의 소유지분과 지불수단 선택 간에 양(+)의 유의한 관계가 발견되어 지배권 약화에 대한 우려가 적을 경우 주식교환 선택 확률이 증가하는 것으로 나타났다. 또한 피인수기업이 비상장인 인수합병 거래에서 주식교환보다 현금지급이 선호됐고 관계사 간의 인수합병, 특히 재벌 계열사 간 인수합병 시에는 주식교환 선택 확률이 증가함을 보였다. 이러한 결과는 외부 대주주의 출현 가능성과 지배권 약화에 관한 우려가 높을 때 주식교환을 선택할 가능성이 감소하고 현금지급의 확률이 증가한다는 기업 지배권 가설과 일치한다.

셋째, 인수합병 시 주식교환을 지불수단으로 이용할 때 인수기업의 주가가 유의하게 상승하며 현금지급 선택 시보다 주가 반응이 더 호의적임을 밝혔다. 이는 피인수기업의 상장 여부, 인수기업이 소속된 시장, 인수기업의 대규모 기업집단 소속 여부, 동일한 대규모 기업집단 기업들 간 인수합병 여부와 상관없이 일관되게 나타났다. 특히 주식교환에 의한

인수합병의 공시효과가 비상장기업보다 상장기업을 인수합병 하는 경우에 더욱 높게 나타나서 주식교환에 의한 상장기업 인수합병 시 유의한 음(-)의 공시효과를 보고한 해외 선행연구들과 뚜렷한 차이를 보였다.

넷째, 인수기업의 인수합병 이전 주가성차가 좋을수록 인수합병 공시효과가 부정적이고, 인수기업 규모 대비 인수합병 거래 규모가 클수록 인수합병 공시효과가 긍정적이었지만, 주식교환과 현금지급의 선택 사이에 이러한 영향의 유의한 차이가 발견되지 않아 인수기업 가치에 관한 정보비대칭의 결과로 보기 어려웠다.

다섯째, 주식교환 선택 시에 인수합병 이후 인수기업에 외부 대주주가 새롭게 추가되는 경우의 공시효과가 더 높게 나타났으며, 이러한 결과는 주식교환 선택 시의 호의적인 시장 반응이 신규 외부 대주주 추가에 의한 기업 감시효과나 피인수기업 가치 불확실성 감소에 의해 일부 설명될 수 있음을 보여준다.

이상의 결과들은 국내기업 간 인수합병 시 지불수단 선택과 그에 대한 공시효과에 지배주주의 지배권 보호와 지배주주 감시에 대한 시장의 기대가 중요한 결정요인이 됨을 보여준다. 특히 국내 주식시장이 피인수기업의 상장 여부에 상관없이 인수합병의 지불대가로 주식교환을 선택하는 것에 보다 호의적인 것은 해외 인수합병의 기존 실증결과와는 크게 다른 국내 인수합병 시장의 특성으로 판단된다. 본 연구의 결과는 인수합병에 의한 외부 대주주의 출현이 이러한 차이를 일부 설명할 수 있음을 제시하지만, 이에 대한 추가적인 원인의 명확한 규명이 필요할 것으로 보여 후속 연구의 필요성이 제기된다.

본 연구는 해외에서 오랜 기간 중요한 주제로 삼아 연구해 온 인수합병 대가 지불방식에 대한 국내 연구의 미진함을 일부 보완하고 있다는 점에서 의의를 갖는 것으로 사료되는 반면, 한계점 또한 분명히 존재한다. 우선 해외 인수합병과 달리 국내에서는 주식교환에 의한 인수합병 공시효과가 현금지급에 의한 인수합병보다 더 높게 나타나는 것을 발견했으나, 그 원인에 대한 분석이 충분하지 않다. 이러한 국내 인수합병의 특수성에 관한 심도 있는 추가 연구가 국내 인수합병 시장에 대한 이해를 넓힐 수 있을 것으로 기대한다. 그리고 SDC Platinum 데이터베이스를 이용하여 해외연구 결과와의 비교가 용이한 장점이 있지만, 상장기업 코드가 존재하지 않는 비상장 피인수기업의 자료와 국내 데이터베이스와의 매칭이 어려워 피인수기업의 정보비대칭 정도를 직접적으로 측정하지 못했다. 또한 본 연구는 상장 피인수기업의 표본이 한정적이고 관련 자료 수집의 부담이 있어 인수기업의 공시효과 분석에 집중했으나, 국내 피인수기업의 공시효과 분석 또한 흥미로운 연구 주제가 될 것이어서 이를 추후 연구 주제로 남겨 놓는다. 마지막으로 강효석, 김성표(2009a)와 최봉규, 김도성, 이영주(2019) 등에서 지적인 바와 같이 우회상장의 공시효과가 높게 나타나는 경향이

있으므로 인수합병 연구 시 우회상장 표본을 제외할 필요가 있으나, 본 연구에서 사용한 SDC Platinum 데이터 베이스에서는 해당 정보가 부재하여 이러한 점을 고려하지 못했다. 주요 결과인 주식교환에 의한 인수합병의 긍정적인 공시효과가 상장기업 간 인수합병에서 더욱 뚜렷한 점 등을 감안하면 관련된 우려가 본 연구의 주요결과에 미치는 영향이 한정적일 것으로 예상되지만 추후 이에 대한 확인이 필요할 것이다.

참 고 문 헌

- 강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 재무연구, 제14권 제2호, 2001, 49-88.
- 강효석, 김성표, “인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제3호, 2009a, 73-112.
- 강효석, 김성표, “기업 인수합병의 장기성과”, 금융연구, 제23권 제4호, 2009b, 63-101.
- 강효석, 서재웅, “코스닥기업의 인수합병이 인수기업의 경영성과에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제39권 제2호, 2010, 191-223.
- 김도성, 이혜은, “기업 인수합병의 사기업효과에 관한 연구”, 회계연구, 제17권 제3호, 2012, 247-272.
- 박경서, 정찬식, 김선민, “투자자는 지배주주가 이번 여름에 할 일을 알고 있다: 계열사 간 합병과 주주 간 이해상충문제”, 한국증권학회지, 제47권 제5호, 2018, 741-777.
- 박순홍, 신현한, “기업지배구조와 인수합병(M&A) 공시효과”, 경영학연구, 제39권 제3호, 2020, 519-540.
- 변진호, 우원석, “기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화에 관한 연구”, 재무관리연구, 제25권 제2호, 2008, 191-213.
- 변진호, 안소림, “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 재무연구, 제20권 제2호, 2007, 37-68.
- 서병덕, 신달순, “합병기업의 합병 후 장기성과에 관한 실증연구”, 회계정보연구, 제21권, 2003, 101-133.
- 윤정선, 정무권, “기업가치에 관한 비대칭정보가 기업합병에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제1호, 2009, 63-98.
- 정재욱, “지배주주와 외부주주의 이해상충과 합병 후 장기성과”, 회계학연구, 제32권 제3호, 2007, 123-155.
- 조성호, “한국의 인수합병에 있어서 현금 대금 지급이 주식 대금 지급보다 유리한가?”, 경영학연구, 제40권 제5호, 2011, 1163-1184.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 제2호, 2004, 1-25.
- 최봉균, 김도성, 이영주, “사기업 인수합병 효과의 재검증”, 재무연구, 제32권 제4호, 2019, 691-722.

- 최순영, 김규립, “국내 M&A 시장의 특징 및 M&A 성과 결정요인 분석”, 자본시장 연구원 연구보고서 17-7, 2017, 1-102.
- Agrawal, A., J. Jeffer, and G. Mandelker, “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly,” *Journal of Finance*, 47, (1992), 1605-1621.
- Akbulut, M., “Do Overvaluation-Driven Stock Acquisitions Really Benefit Acquirer Shareholders?,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51, (2013), 113-137.
- Amihud, Y., B. Lev, and N. Travlos, “Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions,” *Journal of Finance*, 45, (1990), 603-616.
- Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford, “New Evidence and Perspectives on Mergers,” *Journal of Economic Perspectives*, 15, (2001), 103-120.
- Betton, S., B. Eckbo, and K. Thorburn, “Corporate Takeovers,” *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2, (2008), 291-430.
- Bradley, M. and A. Sundaram, “Acquisitions and Performance: A Re-Assessment of the Evidence,” Working paper, Duke University, 2006.
- Chang, S., “Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns,” *Journal of Finance*, 53, (1998), 773-784.
- Faccio, M. and R. Masulis, “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions,” *Journal of Finance*, 60, (2005), 1345-1388.
- Fuller, K., J. Netter, and M. Stegemoller, “What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions,” *Journal of Finance*, 57, (2002), 1763-1793.
- Ghosh, A. and W. Ruland, “Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention,” *Journal of Finance*, 53, (1998), 785-798.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, 118, (2003), 107-156.
- Hansen, R., “A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions,” *Journal of Business*, 60, (1987), 75-95.
- Harris, M. and A. Raviv, “Corporate Control Contests and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 55-86.
- Heron, R. and E. Lie, “A Comparison of the Motivations for and the Information Content of Different Types of Equity Offerings,” *Journal of Business*, 77, (2004), 605-632.

- Jung, H.-C., "Valuation Effects of Private and Public Target Mergers in Korea," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, (2010), 752-776.
- Lang, L., R. Stulz, and R. Walkling, "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns," *Journal of Financial Economics*, 29, (1991), 315-335.
- Linn, S. and J. Switzer, "Are Cash Acquisitions Associated with Better Postcombination Operating Performance than Stock Acquisitions?," *Journal of Banking and Finance*, 25, (2001), 1113-1138.
- Martin, K., "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership," *Journal of Finance*, 51, (1996), 1227-1246.
- Moeller, S., F. Schlingemann, and R. Stulz, "Firm Size and the Gains from Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 73, (2004), 201-228.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 187-221.
- Officer, M., A. Poulsen, and M. Stegemoller, "Target-Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns," *Review of Finance*, 13, (2009), 467-493.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 95, (1986), 461-488.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70, (2003), 295-311.
- Smith, R. and J. Kim, "The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns," *Journal of Business*, 67, (1994), 281-310.
- Stulz, R., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 25-54.
- Travlos, N., "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns," *Journal of Finance*, 42, (1987), 943-963.
- Zhang, P., "What Really Determines the Payment methods in M&A Deals, Manchester School of Management," Working Paper No. 2001-0103, 2001.

The Choice of Payment Methods for Mergers and Acquisitions in Korea: Determinants and Stock Market Reactions*

Taeson Park** · Kyunghyun Kim*** · Hyun Seung Na****

〈Abstract〉

This study examines determinants of M&A payment method choices and market reactions to those choices, focusing on corporate control and information asymmetry. Using 1,262 M&As from 2006 to 2021 in Korea, we find that stock offers are preferred to cash offers for bidders with higher largest shareholder ownership, for M&As between associated firms, especially between chaebol affiliates, and for M&As of public targets, consistent with a view that bidders tend to choose stock offers when control dilution concerns are less. We also show that bidders are likely to pay by stock when deals are relatively large, suggesting that information asymmetry regarding target value is considered in determining payment methods. Moreover, we show that market reactions to stock payments are positive and higher than those to cash payments whether targets are public or private, while those reactions are higher for public targets, sharply different from foreign M&As. The higher market responses to stock offers than to cash offers are persistent irrespective of whether bidders are listed in the KOSPI or KOSDAQ market, whether bidders belong to business groups, and whether bidders and targets are in the same business group. We also find that the favorable market reactions to stock offers are more pronounced when a new blockholder emerges by M&As. Our results suggest that in Korean M&As corporate control is an important consideration of choosing M&A payment methods, and the stock market favors stock payments, especially when more active monitoring or lower information asymmetry regarding target value is expected by the advent of a new blockholder.

Keywords : Mergers And Acquisitions, Payment Methods, Stock Exchange, Corporate Control, Information Asymmetry

* This paper is based on the master's thesis of the first author. We are grateful to valuable comments from Sujung Choi, seminar participants at Korea Finance Association Annual Meeting in 2019, and anonymous referees. All errors are our own.

** First Author, Senior Manager, Kia Corporation, E-mail: ts_paul@naver.com

*** Co-Author, Ph.D. Candidate, Korea University Business School, E-mail: kyunghyunkim@korea.ac.kr

**** Corresponding Author, Professor, Korea University Business School, E-mail: nahs@korea.ac.kr